

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO DE
OBRAS DE RÍO NEGRO I”**

Montevideo, noviembre 2017 (act. 2018)

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TITULOS DE DEUDA
11	III LA ADMINISTRACION
13	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
17	V EL ENTORNO
20	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS
	ANEXO II ACTUALIZACION

**CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO DE OBRAS DE RÍO NEGRO I”
21- 11-2017 (act. Abril 2/2018)**

Plazo:	hasta el 15 de febrero de 2030
Títulos representativos	de deuda escriturales de oferta pública por un monto total de hasta UI 86.723.810.
Activo Fideicomitado:	Cesión de la Intendencia Municipal de Río Negro de la cobranza que le corresponde del SUCIVE.
Fiduciario y agente de pago:	República AFISA (RAFISA)
Fideicomitente:	Intendencia Departamental de Río Negro (IRN)
Amortización:	en cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI en cada mes de febrero posterior a la fecha de emisión.
Pago de intereses:	en cada mes de febrero, junio y octubre de cada año posterior a la fecha de emisión.
Tasa:	8 % lineal anual en UI sobre saldos
Análisis Jurídico:	Asesor Legal de CARE (Dr. Leandro Rama)
Fiduciario:	República AFISA
Administración y pago:	República AFISA
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	BBB+(uy)
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias departamentales

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha calificado los títulos de deuda a ser emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero de Obras de Río Negro I" con la categoría BBB + (uy) de grado inversor.

El objeto de esta emisión, según se detalla en los antecedentes, consiste en la generación de recursos para poner a disposición de la IRN los dineros necesarios para cancelar determinados pasivos y continuar con la ejecución del plan de obras que se adjunta como Anexo 1 en el Prospecto Informativo.

El repago de los títulos está respaldado con la parte de cobranza de tributos, provenientes del SUCIVE, que la IRN cede al fideicomiso por la suma equivalente a UI 176.500.000.

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo señala el Asesor Legal de CARE Dr. Leandro Rama.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada en función del diseño del instrumento aunque con las limitaciones propias del mercado de capitales uruguayo.

Respecto del destino de la emisión:

- El destino de la emisión es consistente con lo aprobado oportunamente por las autoridades competentes tal como se desprende del Informe de Análisis de Contingencias Jurídicas que se adjunta como Anexo 1.

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza del SUCIVE correspondiente a la IRN.
- La cesión de tributos comprometida para el pago de los títulos de deuda de este fideicomiso representa un porcentaje del orden del 3,7 % de los ingresos totales de la IDNR y menos del 30 % de la recaudación del SUCIVE, respetando el tope establecido.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar negativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación¹.

¹ El 9 de febrero de 2018 se realizaron algunas modificaciones en el contrato de fideicomiso que no alteran la calificación original. No obstante con fecha 2/04/18 se actualizó la presente calificación, anexándose el informe a ésta (Anexo II).

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos por República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante República AFISA) por un monto total de hasta UI 86.723.810. Estos títulos se emiten con el respaldo del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos por hasta la suma de UI 176.500.000 provenientes de los créditos que el Fideicomitente tiene derecho a recibir del Fideicomiso SUCIVE o quien lo suceda o sustituya.

Con el producido de la colocación de los Títulos el Fiduciario procederá a:

1. Integrar la suma de UI 19.000.000 para incorporarlos al patrimonio del fideicomiso en cumplimiento de la finalidad del mismo (obra pública)
2. Transferir los fondos remanentes al titular de los Títulos de Deuda de oferta privada como rescate al amparo de lo dispuesto en la cláusula 8.4 de la redacción original del Contrato de Fideicomiso y extinguiendo de pleno derecho los Títulos de Deuda de oferta privada. En consecuencia, el exceso de oferta por encima de la par aprovechará a FICG LLC (tenedora de los títulos de oferta privada).

Como forma de asegurar la efectiva extinción de los Títulos de Deuda de oferta privada, en forma previa a la emisión, FICG LLC ha entregado en custodia al Fiduciario tales títulos e instruido a este para que en forma irrevocable los extinga con los fondos provenientes de la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública.

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 juicio².

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. "El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde"³.

La presente es una emisión de oferta pública, y los títulos serán emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003.

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve Folle y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe integra este documento como Anexo 1.

2. Antecedentes

- Con el objeto de ejecutar un determinado plan de obras públicas, se constituyó, por Contrato de Fideicomiso de fecha 10 de abril de 2015, el "Fideicomiso Financiero de Obras de Río Negro I" entre la IRN (Fideicomitente) y RAFISA (Fiduciaria). El plan de obras públicas a ser desarrolladas por la IRN, en el Departamento de Río Negro, por hasta la suma de U\$S 11:400.000 (dólares estadounidenses once millones cuatrocientos mil) se encontraban descriptas en el Anexo I del referido Contrato de Fideicomiso.
- Con esa finalidad, la Fiduciaria fue contratada por la Fideicomitente para emitir un programa de títulos de deuda de oferta privada, por hasta el monto de UI 95.000.000, con el respaldo de los créditos que la Intendencia de Río Negro tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE. En virtud de ello, la Intendencia cedió al fideicomiso créditos correspondientes a los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, por el cobro de los Ingresos Vehiculares y otros ingresos que recaude el SUCIVE, por hasta el monto de UI 176.500.000.
- En este escenario, la Fiduciaria procedió a emitir y colocar los títulos de deuda de oferta privada de acuerdo con los Términos y Condiciones del Programa de Emisión de Títulos de Oferta Privada establecidos en el Contrato de Fideicomiso. Dicho programa de emisión se realizó por hasta la suma de UI 95.000.000 (Unidades indexadas noventa y cinco millones) durante el plazo de 2 años, hasta completar la totalidad del monto.
- De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y la propuesta recibida por Jayland Assets Inc., el Fideicomiso procedió a colocar y emitir, en primer grado y en forma privada, a favor de Jayland Assets Inc. 3 (tres) Títulos de Deuda de Oferta Privada, cuyo detalle se incluye a continuación:

Título de Deuda N° 01/15 por UI 21.000.000 (Unidades Indexadas veintiún millones)

Título de Deuda N° 02/15 por UI 25.000.000 (Unidades Indexadas veinticinco millones)

Título de Deuda N° 03/16 por UI 30.000.000 (Unidades Indexadas treinta millones)

- De acuerdo a lo solicitado por el Fideicomitente y lo aceptado por Jayland Asset Inc. la integración de los fondos al Fideicomiso correspondiente con el Título N° 4 (UI 19 millones) se realizará con el producido de la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública, y para el caso que ello no sea suficiente, la entidad Gastón Bengochea y Cía. Corredor de Bolsa S.A. ha previsto celebrar con la Fiduciaria un contrato de underwriting stand by en firme por el importe de hasta UI 19.000.000. En función del mismo, para el caso que no existan ofertas de suscripción suficientes para los Títulos de Deuda de oferta pública, el Underwriter asegura al Fiduciario la integración de los fondos necesarios para completar el total de fondos previstos para la finalidad del Fideicomiso.
- Con fecha 15 de junio de 2017 Jayland Asset Inc. cedió sus derechos sobre los Títulos de Deuda de oferta privada a FICG LLC y en virtud de ello quedó colocado en su mismo lugar y con sus mismos derechos en el procedimiento de rescate de los Títulos de deuda de oferta privada.
- Adicionalmente, el Contrato de Fideicomiso contenía en la cláusula 8.4. el derecho a favor del titular de los títulos de deuda de oferta privada de solicitar el rescate de dichos títulos con los fondos provenientes de la emisión de Títulos de Deuda de oferta pública. A tales efectos, con fecha 25 de noviembre de 2016, habiéndose integrado el 75% del monto total y con el compromiso de asegurar en la forma establecida en el párrafo anterior el importe que resta integrar sea por colocación directa en el mercado de los Títulos de Deuda de oferta pública o bien por uso del contrato de Underwriter, Jayland Asset Inc. hizo uso de la opción prevista en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso.
- En este marco, con fecha 29 de diciembre de 2016, la Junta Departamental de Río Negro otorgó la anuencia necesaria a los efectos de llevar adelante la modificación del Contrato de Fideicomiso a Oferta Pública, tal como lo establece el art. 273 de la Constitución y los artículos 19 y 20 de la Ley Orgánica Municipal 9.515 del 28/10/1935
- En función de lo establecido, se resolvió instruir a la Fiduciaria para que inicie el procedimiento establecido por el Banco Central del Uruguay con el objetivo de modificar el Contrato de Fideicomiso con los fondos que ingresen por la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública se rescatarán y extinguirán los Títulos de Deuda de oferta privada. La Junta Departamental de Río Negro, nuevamente otorgó la anuencia necesaria a esta modificación.
- El plan de obras original tiene principio de ejecución y según consta en el Prospecto Informativo, del presupuesto total estimado en U\$S 11.400.000 al año 2016 se llevaban ejecutadas obras por U\$S 4.639.985; la ejecución ha continuado en lo que va del año 2017.
- Finalmente, se dispuso celebrar la modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero de oferta privada denominado "Fideicomiso Financiero Obras de Río Negro" entre la IRN y RAFISA según el texto aprobado por Resolución de la Junta Departamental de Río Negro No. 148/17 del 27/10/17 y cuya futura emisión de valores públicos es la que se califica.

3. Objeto de la calificación, información analizada y procedimientos operativos

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 al momento de esta calificación fue la siguiente⁴ :

- Contrato de Fideicomiso, original y su modificación
- Contrato de underwriting
- Prospecto informativo
- Resoluciones de los órganos competentes que dieron origen a la creación del fideicomiso y su posterior modificación tal cual se analiza en el informe jurídico ya citado y que forma parte de esta calificación.
- Presupuesto de la IRN según Resolución 1431/16 del 3/5/16 del Tribunal de Cuentas de la República.

- Información actualizada de la cobranza del SUCIVE correspondiente a la IRN

- Inventario de pagos de obras (RAFISA)
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/17

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas para intendencias municipales, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los títulos de deuda.
- b) La empresa administradora, en este caso la fiduciaria (RAFISA)
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados que dan lugar al instrumento.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia dichos procedimientos implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota.

Los puntajes a los diferentes indicadores se asignan según escalas previamente establecidas recogidas en el manual. A partir del puntaje global se asigna la nota según las equivalencias establecidas en tabla correspondiente del manual⁵.

⁴ Con fecha 9 de febrero de 2018 se modificó el contrato de fideicomiso, recogiendo la opinión del CARE en el anexo II

⁵ Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos escriturales representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos por el Fiduciario y un certificado de participación por el eventual remanente que tiene como beneficiario a la IRN que no se califica. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometido a partir de la cesión, por parte del Fideicomitente, de la recaudación a que tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE con el límite establecido en el contrato (30 % del total anual).

Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

Títulos:	Títulos escriturales representativos de deuda
Fideicomitente:	Intendencia Departamental de Río Negro
Fiduciaria y Agente de Pago:	República AFISA
Entidad Registrante y Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo SA
Underwriting:	Gastón Bengochea y Cía. Corredor de Bolsa S.A.
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión.
Monto de la Emisión:	hasta UI 86.723.810
Interés:	8 % lineal anual en UI 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 febrero de 2030
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagaderos en los meses de febrero, junio y octubre de cada año posterior a su fecha de emisión.
Amortización del capital:	El capital de los Títulos de Deuda será amortizado en cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI en cada mes de febrero posterior a su fecha de emisión.
Calificación de Riesgo:	BBB + (uy)

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos corresponde verificar la voluntad de las partes y sus respectivas obligaciones en los contratos, así como el juicio acerca de la legitimación de todas ellas para realizar los negocios que se señalan.

El análisis realizado por el asesor jurídico de CARE, verificó la naturaleza jurídica, la capacidad y legitimación de las partes en el contrato de fideicomiso; de los propios títulos de deuda; de la adecuación de las figuras creadas a la legislación sobre fideicomiso financiero y demás normas; de la forma como se vinculan todas esas figuras entre sí y con el Estado, etc. El análisis jurídico completo practicado por el Dr. Leandro Rama culmina diciendo:

“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al 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. La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión del beneficiario constituye un atributo que el título tiene por como se lo ha diseñado más allá de las características del mercado uruguayo. *Riesgo bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

Según EE.CC intermedios al cierre del 30/6/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 537.810. Esto supone una disminución del orden del 3.7 % respecto al que tenía al 31/12/2016. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,81. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30/6/17	31/12/16	31/12/15
Activo	604.877	636.880	714.204
Activo Corriente	205.476	219.778	457.830
Activo no Corriente	399.402	417.102	256.374
Pasivo	67.067	78.969	96.271
Pasivo Corriente	42.726	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.342	20.433	8.621
Patrimonio	537.810	557.910	617.932
Pasivo y Patrimonio	604.877	636.880	714.204
Razón Corriente	4,81	3,75	5,22

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una disminución en su facturación del orden del 20 % en el semestre cerrado en junio de 2017 respecto a igual período del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado ya que los gastos de administración y ventas se mantienen relativamente constantes. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos en el último semestre y su comparativo con el mismo período de 2016 y el último ejercicio completo.

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

Concepto	30/6/17	30/6/16	31/12/16
Ingresos Operativos	135.622	168.648	307.513
Gastos de Adm y Ventas	(105.541)	(96.925)	(217.054)
Resultado Operativo	30.081	71.723	90.458
Resultados Diversos	126	3	84
Resultados Financieros	7.391	33.115	29.802
IRAE	(7.998)	(24.241)	(31.299)
Resultados del Ejercicio	29.600	80.600	89.044

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 30 de junio de 2017, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

Riesgos considerados:

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. RAFISA recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza del Fideicomiso SUCIVE y que corresponde a la IRN y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Conforme surge del Contrato de Fideicomiso y las resoluciones de la Junta Departamental de Río Negro, el monto total cedido al fideicomiso no puede exceder el 30% anual de la recaudación que la IRN tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE.

De conformidad con lo establecido en la cláusula 6.2 en la redacción dada por la Modificación al Contrato de Fideicomiso (borrador), dicho tope fue fijado con relación a la recaudación efectivamente percibida en el año 2015 ajustada por la variación del IPC.

Asimismo, respecto de los créditos, la IRN declara que no existen sobre ellos ninguna obligación, carga, gravamen o vicio que limite o restrinja el ejercicio de los derechos incorporados en ella, no habiendo sido cedidos o prometidos en cesión a terceros o afectados por la Fideicomitente como garantía del pago de otras obligaciones a favor de terceros.

Tal declaración expresamente refiere a una previa afectación preferente a favor del FF UTE Reestructuración de Deudas de Intendencias por Alumbrado Público en garantía del Acuerdo de Reestructuración de Deuda suscrito el 23/12/13 por dicha Intendencia con la UTE por deudas por alumbrado público. Asimismo, se compromete a notificar a CARE ante cualquier nueva deuda que contraiga y que afecte los bienes fideicomitidos.

Flujos a recibir y desembolsar por parte del fideicomiso

A continuación se expone el cronograma del flujo de fondos a ceder por parte de la IRN al fideicomiso así como el flujo de pagos por concepto de amortización e intereses hasta cancelar los títulos.

Para estimar los pagos se supuso que la emisión se haría antes de fin del corriente año (2017) y en consecuencia y de acuerdo al contrato, se comienza a amortizar en febrero de 2018. Los intereses se calcularon sobre saldos a razón de 8 % lineal anual (independientemente que se pagan tres veces al año); excepto en 2018 que si se emite a finales de 2017 y comienza a amortizarse en febrero del año siguiente, el pago de intereses es algo menor, se estimó en 6 %.

Cuadro 3: Cronograma de flujos (miles de UI)

año	cesiones	amortización	intereses	total
2018	13.800	6.671	5.203	11.874
2019	13.800	6.671	6.404	13.075
2020	13.300	6.671	5.871	12.542
2021	12.900	6.671	5.337	12.008
2022	12.600	6.671	4.803	11.474
2023	11.900	6.671	4.270	10.941
2024	11.500	6.671	3.736	10.407
2025	10.800	6.671	3.202	9.873
2026	10.200	6.671	2.668	9.339
2027	9.800	6.671	2.135	8.806
2028	9.400	6.671	1.601	8.272
2029	8.900	6.671	1.067	7.738
2030	7.500	6.671	534	7.205
Total	146.400	86.723	46.831	133.554

Fuente: Prospecto informativo y CARE

Se puede comprobar que las cesiones anuales son suficientes para atender los compromisos que demanda la cancelación de los títulos incluyendo los intereses. En efecto, el año de mayor desembolso sería el 2019 con miles de UI 13.075 mientras que para ese año, la cesión prevista es de miles de UI 13.800. Para el total del periodo, el fideicomiso debería recibir miles de UI 146.400 y desembolsar miles de UI 133.554 generando excedentes como para atender, además, los gastos de administración.

Suficiencia del SUCIVE

Interesa saber si la IRN está en condiciones de afrontar el compromiso de cesión de tributos, a partir de la recaudación que le corresponde del SUCIVE.

En tal sentido se dispone de la recaudación del año 2016 y el primer semestre de 2017 que CARE convirtió a UI para hacerla comparable con los compromisos asumidos. Eso se expresa en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: SUCIVE (miles UI)

año	1er. Sem	total	30%
2016	38.794	56.223	16.867
2017	40.103	58.120	17.436

Fuente: CARE en base a RAFISA

Se puede comprobar que, como es sabido, la recaudación no es uniforme sino que es mucho mayor en el primer semestre por el peso que tienen los meses de enero y febrero en virtud de los incentivos que otorga el SUCIVE a quienes abonan todo el año en esos meses. En el caso de 2016, cuyos datos son reales, el primer semestre representó el 69 % del total; para proyectar el año 2017, CARE asumió el mismo comportamiento por lo que, sobre la base de una recaudación real para el primer semestre se estimó todo el año.

Pero la Junta Departamental autorizó a la IRN una cesión que no superara el 30 % del total anual por lo que la cifra relevante a estos efectos es la que figura en la última columna del cuadro precedente.

Si se compara el total de las cesiones cedidas al fideicomiso (Cuadro 3) cuyo mayor desembolso es de miles de UI 13.800 para los años 2018 y 2019 con la cantidad máxima fideicomitada (Cuadro 4) miles de UI 16.867 y 17.436 para 2016 y 2017 respectivamente, se comprueba que la misma es suficiente; incluso, de acuerdo al comportamiento histórico del SUCIVE en los últimos años, su recaudación mantiene una tendencia creciente.

Nótese que el tope del 30 % opera en el total anual y no en los parciales por lo que nada obsta, eventualmente, a que la IRN en algún mes ceda una cifra superior mientras cumpla con el tope al final del año. Esto podría ocurrir porque, como se vio, la recaudación no es uniforme.

Suficiencia del Presupuesto de la IRN

Es importante establecer lo que representa esta operación en el presupuesto total de la IRN. A estos efectos se tomó la información publicada en la web del Tribunal de Cuentas de la República en que dicho órgano se expide sobre el proyecto de presupuesto remitido por la intendencia y la Junta Departamental. Sin perjuicio de, eventualmente, algunos cambios posteriores se entiende es lo suficientemente representativa del presupuesto quinquenal, incluso aún faltándole el presupuesto de la Junta. En opinión del TCR el mismo fue preparado sobre bases razonables (Resolución 1431/16 del 3/5/16).

Las cifras se expresan en moneda nacional a valores de 2015 por lo que CARE a efectos de este análisis las convirtió a UI de modo de facilitar su comparación.

Cuadro 5: Presupuesto IDRN periodo 2016 - 2020 en miles de UI

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	374.676	370.717	371.889	373.250	373.250
Origen departamental	181.237	185.594	185.594	185.594	185.594
origen nacional	193.439	185.123	186.295	187.656	187.656
Egresos	362.230	357.144	357.932	358.717	356.385
Rubro 0	204.138	204.713	205.047	205.416	205.799
Bienes de consumo	37.134	37.155	36.893	36.933	36.934
Servicios no personales	47.637	46.636	46.641	46.647	46.652
Bienes de uso	41.476	36.628	38.303	38.813	36.231
Transferencias	8.768	10.061	10.063	10.064	10.066
Intereses otros gastos deuda	4.938	4.115	3.292	3.292	3.292
Gastos no clasificados	194	32	32	32	32
Aplicaciones financieras	17.945	17.803	17.661	17.519	17.377

Fuente: CARE en base Res. 1431/16 del TCR del 3/5/16

De acuerdo al cuadro precedente los ingresos anuales presupuestados son algo superiores a las UI 370 millones. Si tenemos en cuenta que la cesión mayor prevista es la del año 2018 y 2019 con 13.8 millones (Cuadro 3) eso representa para esos años un 3,7 %, una cifra relativamente menor.

Sensibilización

Nada hace suponer, al menos en el corto plazo, un deterioro tal de la economía del país que implique una caída en la recaudación de tributos. No obstante, de acuerdo a la metodología de CARE, a modo de sensibilización se analiza qué

pasaría si ocurriera una crisis como la de los años 2001/2002 en que la caída de los ingresos de las IIDD agregadas (exceptuando Montevideo) fue del 14 %.

Adicionalmente y tal como se establece líneas arriba, la IRN informa que tiene cedido en calidad de garantía subsidiaria hasta un 10 % del SUCIVE a otro fideicomiso, creado para cancelar adeudos con la UTE por concepto de alumbrado público. Este fideicomiso tiene una fuente de financiación propia que, en caso de ser suficiente, no afecta los ingresos municipales. Es el caso de la IRN; en efecto, CARE también califica dicho fideicomiso y hasta la fecha ha constatado que nunca fue necesario que la IRN cediera parte de sus derechos al SUCIVE y nada hace suponer que esta situación pueda cambiar. No obstante y como forma de estresar aún más este ejercicio de sensibilización, se considerará a estos efectos que efectivamente deberá afrontar las obligaciones de ese fideicomiso con recursos propios. La cuota comprometida es de miles UI 982 por año hasta el 2034.

Cuadro 6. Sensibilización (año 2018)

Concepto	miles UI
Ingresos totales abatidos	319.825
Cesión este fideicomiso	(13.800)
Cesión fideicomiso UTE	(982)
Disponible	305.043
Rubro 0	205.047
Excedente	99.996

Fte. CARE

El análisis de suficiencia en este caso consiste en abatir los ingresos en 14 %, pagar los compromisos que surgen de ambos fideicomisos y el remanente debe cubrir, como mínimo, el Rubro 0 (sueldos). Se puede comprobar que el resultado es satisfactorio. Más aún, como lo fideicomitado es hasta un 30 % de la recaudación del SUCIVE, si esta cifra cayera en la misma proporción (14 %), la cifra obtenida, de acuerdo al Cuadro 4 para el año 2017, sería de miles de UI 14.995, superior al compromiso de miles de UI 13.800.

En consecuencia, se considera que la IRN no debería tener dificultades en generar y disponer los recursos comprometidos en esta operación.

Riesgos considerados

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

Riesgo por descalce de monedas. En este caso este riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación (UI) y la recaudación municipal se realiza en pesos que se puede suponer confortablemente que también se ajustarán según la inflación por el período de amortización del título que se emite. *Riesgo casi nulo.*

V. EL ENTORNO

Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de la perspectiva de su mantenimiento. En este caso la generación de flujos no tiene vínculo alguno con el desempeño de algún negocio o sector concreto a ser evaluado en su capacidad de generarlos. No hay por tanto un mercado a analizar ya que los flujos se generan por decisión política de la IRN (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 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 IRN con anuencia de la JDRN 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 presupuestarios⁶, 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

⁶ CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

fideicomitida 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 intenciones.

Se presenta en el cuadro siguiente una estimación de la evolución de las principales variables macro en el corto plazo.

CUADRO 7 Proyecciones y expectativas				
A Mundo (var. % c/ período previo)	2016	2017	2018	2019
PIB mundial (vol. físico)	3,2	3,7	3,9	3,9
PIB países desarrollados	1,7	2,3	2,3	2,2
PIB Brasil	-3,5	1,1	1,9	2,1
PIB Argentina	-2,3	2,5	3	3,1
Tasa depósitos en U\$S USA 6M %	1,1	1,5	2,3	3,4
B Uruguay				
PIB (var. % c/ período previo) Vol. físico	1,5	3,1	3,0	3,0
PIB en en Miles Mills USD	52.680	58.300	60.049	61.850
Exportaciones- Vol. Físico var.% c p. prev.-8,1		2	4,5	6,2
IPC (var. % c/ período previo)	8,1	8,4	7,3	6,7
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	-3,2	-0,3	8,4	6,4
IMS (var real anual)	1,6	2,7	1,5	1,9
Ocupación Var.% con período previo	-0,3	0,1	0,5	1,1
C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)				
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	-0,5	-0,4	0,4	0,9
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-3,9	-3,6	-2,9	-2,5
Deuda Bruta / PIB	63,0	60,4	62,9	62,8
D Expectativas Enc. Mensual BCU 2/2018				
		2017	2018	
PIB (Var. Anual en vol físico)		3,0%	3,3%	
Empleo (Var. % /año previo)			0,2%	
IPC (variación prom. anual)		7,1%	7,0%	
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)		28,7	30,7	
Devaluac año calendario		-0,2%	7,0%	
Resultado Global S. Público % PIB		-3,5%	-3,3%	

CARE en base a A: Update 1/2018 FMI para 2018 y 2019 WE Outlook- Act 5/3/2018; Arg Exp Enc BCRA 2-2018. Previs reales. - B y C: Res. Finales informados al 2/2018; Proyecciones 2019 y 2020 MEF /PE Mensaje presupuestal actualizados para las Ctas. Nacionales a inf. disponible al 5/2/2018 c/ act real TC e IPC 2017, BCU, En D: Encuesta Expectativas BCU 2/2018.

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 IIDD 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, tanto la propia como la proveniente de transferencias⁷, 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 fideicomitida; 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.

⁷ La información histórica permite afirmar que las transferencias del gobierno central se han reducido menos que la recaudación propia en momentos de crisis.

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 BBB+ uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.⁸

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁸ BBB + (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. 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 en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. El signo (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**

ANEXO I
INFORME DE CONTINGENCIAS JURÍDICAS

Informe Jurídico.

I – Introducción.

(i) Antecedentes.

En el año 2014 la Intendencia Departamental de Río Negro (IDRN) decidió llevar a cabo una serie de obras de reconstrucción y mejoramiento de diversas localidades en el Departamento para lo cual se propuso, en el marco de las recomendaciones de la OPP en el Congreso de Intendentes, financiar dichas obras a través de un fideicomiso financiero al amparo de los artículos 3 y 25 de la Ley 17.703 (Ley o LF), titularizando el flujo de fondos consistente en el 100% de los créditos que la IDRN tiene derecho a percibir del SUCIVE. Se designó como fiduciaria a República Administradora de Fondos de Inversión SA (República Afisa), quien ya es fiduciaria del Fideicomiso Financiero SUCIVE, constituido el 28/12/2011, contando con la adhesión de la IDRN, en un todo de acuerdo con las disposiciones de la Ley 18.860.

En un primer momento se estimó la inversión en U\$S 8.860.000 y luego se incluyeron otras obras totalizando un financiamiento de U\$S 11.400.000, abarcando siete obras consideradas como imprescindibles para el Departamento. Se acordaba asimismo, que el Fideicomiso debía estructurarse en unidades indexadas, con una plazo mínimo de 10 años y máximo de 15, pagos del capital en cuotas anuales con una tasa de interés del 8% máximo anual y con un doble tope a las retenciones sobre la recaudación tributaria, a saber: si el plazo llegaba a los 15 años la cesión de los créditos SUCIVE no podía superar el 30% anual y equivalente a un 4,5% del total de la recaudación; si por el contrario, se fijaba un plazo de 10 años, la cesión del SUCIVE podía alcanzar hasta el 38%, equivalente al 5,5% del total de los ingresos. Finalmente se instruyó a la Fiduciaria a conseguir inversores privados que garantizaran la colocación de la totalidad del monto proyectado de emisión.

Estos parámetros y condiciones fueron deliberados por la Junta Departamental de Río Negro, tanto en su etapa original como en la ampliación; concluyendo dicho cuerpo legislativo en otorgar la anuencia al Ejecutivo para la constitución del fideicomiso financiero con las características pre anotadas. Las decisiones del cuerpo fueron la N° 269 del 16/7/2014 y N° 292 del 19/12/2014 por mayorías de 30 y 23 ediles respectivamente, dando cumplimiento al artículo 301.2 de la Constitución de la República.

En su mérito, el Intendente de Río Negro aprobó la constitución del fideicomiso financiero por Resolución N° 1490 del 22/7/2014 y su ampliación por Resolución N° 2606 del 23/12/2014.

(ii) El Fideicomiso Financiero de Obras de Río Negro I.

El contrato fue otorgado el 10 de abril de 2015 y en función de lo anterior, la IDRN (Fideicomitente), contrató a República Afisa (Fiduciario) para la emisión de un programa de Títulos de Deuda de oferta privada por un monto de hasta UI 95.000.000 y con el respaldo de los créditos que la fiduciante tiene derecho a percibir del Fideicomiso Financiero SUCIVE. Se instruyó al Fiduciario la colocación en inversores privados de la emisión, segmentando el monto señalado en cuatro títulos nominativos y físicos.

Con lo cual se obtendrían los fondos requeridos para las obras al tiempo que el

Fiduciario constituyera un patrimonio de afectación con el flujo de fondos por concepto de créditos SUCIVE fideicomitado por la IDRN en respaldo del repago de los valores y por hasta la suma equivalente a UI 176.500.000.

Según los niveles históricos departamentales de recaudación y la ratio de cesión comprometida en función de dicha cobranza, se pactó un plazo de 15 años en cada título a partir de la fecha de emisión (fecha de desembolso) de cada valor suscripto y con vencimiento final el 15/2/2030.

La empresa JAYLAND ASSETS INC resultó ser la suscriptora de los cuatro Títulos de Deuda y en tal carácter, sin perjuicio de la cesión que se dirá, se cumplió el siguiente programa de emisión:

- 1. TD N° 1/15 por UI 21.000.000:** capital pagadero en 15 cuotas anuales con primer vencimiento el 15/2/2016, con interés compensatorio 8% anual sobre saldo de capital pagaderos en 45 cuotas cuatrimestrales el 15/2, 15/6 y 15/10 de cada año.
- 2. TD N° 2/15 por 25.000.000:** capital pagadero en 15 cuotas anuales con primer vencimiento el 15/10/2016, con interés compensatorio 8% anual sobre saldo de capital pagaderos en 44 cuotas cuatrimestrales el 15/2, 15/6 y 15/10 de cada año.
- 3. TD N° 3/15 por 30.000.000:** capital pagadero en 14 cuotas anuales con primer vencimiento el 15/2/2017, con interés compensatorio 8% anual sobre saldo de capital pagaderos en 43 cuotas cuatrimestrales el 15/2, 15/6 y 15/10 de cada año.

En definitiva se emitió por UI 76.000.000 quedando pendiente la integración del cuarto TD por UI 19.000.000. La fiduciaria emitió asimismo un Certificado de Participación a favor de la IDRN por el 100% del remanente.

Por lo demás, la convención presenta las regulaciones y *covenants* de estilo, a cuya lectura cabe estar. Importa no obstante, destacar algunas cláusulas que fueron diseñadas para habilitar la emisión de oferta pública que justifica el presente informe.

Se trata de la cláusula 8.4 ***“Rescate anticipado de Títulos de Deuda de oferta privada, mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública”***.

Bajo la condición que el Beneficiario integrara el monto total de la emisión o garantizara dicha integración, quedaba habilitado, previa resolución de la Asamblea de Titulares, a la emisión de títulos de deuda mediante oferta pública.

Con el producido de tal emisión, se procedería al rescate (extinción) de los TD de oferta privada emitidos, procediéndose al repago de los TD resultantes de la nueva emisión con los mismos activos fideicomitados, esto es, la cesión del flujo de fondos futuro de fuente SUCIVE.

La IDRN aceptó expresamente la facultad del Beneficiario para proceder al rescate en la modalidad señalada y se obligó a celebrar y suscribir toda la documentación necesaria a efectos de implementarla.

La Fiduciaria se obligó a llevar adelante los trámites necesarios ante el BCU tendientes a la inscripción en el Registro de Valores de los títulos a emitirse y a contratar con las entidades que correspondan para cumplir las exigencias normativas propias de las emisiones de oferta pública de valores, básicamente

la Ley 18.627 y su decreto reglamentario N° 322/2011 y la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del BCU.

(iii) Pasos previos a la emisión de oferta pública proyectada.

Dado que en su momento la Intendencia de Río Negro solicitó que se postergara la integración del cuarto y último título de oferta privada y de conformidad con la **cláusula 8.4** que viene de comentarse, Jayland Inc., se reservó la facultad de hacer el rescate mediante la emisión de oferta pública.

En cumplimiento de dicha cláusula, con **fecha 25 de noviembre de 2016 se celebró la Asamblea de Titulares**, compareciendo Jayland Assets Inc., como titular de los tres títulos emitidos y la IDRN como titular del Certificado de Participación por el remanente del patrimonio fiduciario. El órgano resolvió en lo medular:

- a) proceder al rescate de los títulos emitidos mediante la emisión de títulos en oferta privada,
- b) solicitar cotización a las empresas y demás agentes necesarios para realizar la emisión y
- c) proponer las modificaciones al contrato de Fideicomiso para adaptarlo a la emisión proyectada, a saber: moneda y monto, plazo, intereses, tipo de licitación, custodia de los títulos de Jayland Inc y hacer un contrato de Underwriting garantizando la colocación de TD de oferta pública que asegure la integración del valor nominal del título de oferta privada no integrado al momento de la emisión bursátil, esto es, el equivalente a UI 19.000.000.

Con **fecha 27 de junio de 2017, Jayland Assets Inc., cedió todos sus derechos en los Títulos de Deuda emitidos por el Fideicomiso Financiero de Obras Río Negro I de que era titular, a FICC LLC**, en virtud de la cual esta entidad es actualmente el único titular con derechos sobre los referidos títulos. Esta cesión fue notificada a República Afisa quien fue instruida por cedente y cesionario, que en su calidad de Emisor y Custodia de los TD, procediera al endoso, anotación y registro de la transferencia jurídica señalada. Por el mismo documento, el cesionario (FICC LLC) ratificó la intención de continuar con el mecanismo de rescate en las condiciones establecidas en el contrato y resueltas en la Asamblea del 26/11/2016.

II – Modificación del Contrato de Fideicomiso Financiero.

En función de todo lo expuesto en el precedente capítulo, se suscribirá la Modificación del Contrato de Fideicomiso Financiero Obras de Río Negro I (en adelante el Contrato), entre la **Intendencia Departamental de Río Negro** (en adelante IDRN), como **Fideicomitente**, y República Afisa, para que en su rol de **Fiduciario** emita mediante oferta pública, certificados representativos de deuda y con su producido continuar los proyectos de obras departamentales según las pautas del Anexo I del Contrato (Plan de Obras). En contrapartida y constituyendo el patrimonio autónomo de afectación, la IDRN cede y transfiere al Fideicomiso los créditos departamentales necesarios para la amortización del capital e intereses de los valores.

Definido así el objeto de acuerdo a lo disciplinado por los artículos 3 y 25 de la Ley 17.703, las pautas establecidas en el Prospecto Informativo y cláusulas 6.2 y 10 del Contrato, se emitirán mediante oferta pública Títulos de Deuda

(TD) por hasta **UI 86.723.810** valor nominal, cuyo respaldo será la cesión de créditos que la fiduciante tiene derecho a percibir del Fideicomiso Financiero SUCIVE por hasta el equivalente a **UI 176.500.000**, comprensiva de todas las obligaciones bajo los TD y los demás compromisos legales, contractuales y gastos del Fideicomiso hasta su completa cancelación.

Transferencia y Tradición. La IDRN hace la transferencia al Fideicomiso libre de obligaciones y gravámenes hasta la suma equivalente a UI 176.500.000 y sin superar anualmente el 30% de la recaudación efectivamente percibida en el año 2015 ajustada por la variación del IPC.

República Afisa al ser fiduciario del Fideicomiso Financiero SUCIVE, se da por notificada de la cesión al patrimonio autónomo. La transferencia de los créditos opera por su mera inclusión en el Contrato, y la eficacia de la tradición respecto de los deudores cedidos y demás terceros, se rigen por las disposiciones de los artículos 33 y 34 de la Ley 16.774 (redacción dada por artículo 1 Ley 17.202) y en función de la remisión expresa del artículo 30 de la Ley 17.703.

La propiedad fiduciaria queda conformada con los derechos de crédito cedidos por el Fiduciante (activos, bienes fideicomitidos o más sencillamente ingresos) para el pago de los TD (egresos).

Según la cláusula 23 el plazo del fideicomiso será el necesario para que se verifique la cancelación total de los TD y las demás obligaciones derivadas del Contrato. No obstante, en principio tendrá el plazo de los TD: febrero de 2030.

Emisión de los Valores (cláusula 10 del Contrato y Capítulo 2 del Prospecto).

Los TD serán **escriturales** y de **oferta pública**, por hasta el equivalente a UI 86.723.810. El interés compensatorio se mantendrá en 8% lineal anual en UI sobre saldos, año 360 días, desde la fecha de emisión hasta la cancelación total, con fecha límite el 15/2/2030. Los intereses serán pagaderos en cuotas cuatrimestrales en febrero, junio y octubre de cada año. El capital será amortizado en cuotas anuales, iguales y consecutivas en cada mes de febrero. Todos los pagos, ya de intereses o de capital será el 15 del mes que corresponda.

La falta de pago al vencimiento (de capital o de intereses) que no sea subsanada en los 30 días siguientes, determinará la aplicación de una tasa de mora del 10% anual sustitutiva del interés compensatorio.

El Fiduciario emitirá asimismo un **Certificado de Participación** cuyo beneficiario inicial será la IDRN que otorga derecho a recibir el remanente de los bienes fideicomitidos a la extinción del Fideicomiso.

Suscripción, adjudicación e integración.

La suscripción se hará en la Bolsa de Valores de Montevideo en dos etapas para diferenciar perfiles de inversores. La primera etapa, **Tramo Competitivo**, destinado a los inversores profesionales, institucionales y luego un **Tramo No Competitivo**, destinado a pequeños inversores, no profesionales o minorista. El Tramo Competitivo se realizará durante dos horas en un solo día recibiendo ofertas por el sistema de precio ofertado. Vencido el plazo se realizará la difusión de las ofertas de compra y a continuación el Fiduciario calculará **el precio promedio ponderado que correspondería a una adjudicación**

de una cantidad valor nominal equivalente al 90% del importe total de la Emisión; que será informado a la BVM para ser utilizado al día siguiente en la suscripción del Tramo no Competitivo.

En esta segunda etapa se ofrecerá pues el 10% del importe total de la Emisión, con un tope por inversor de UI 500.000.

La adjudicación se hará en primer lugar del Tramo no Competitivo según el sistema de BVM, el precio a pagar será el correspondiente al Precio Promedio establecido.

Seguidamente se hará la adjudicación del Tramo Competitivo, ampliándose la cantidad a adjudicar hasta completar el 100% de la Emisión, para el exclusivo caso que en el tramo minorista no se haya suscripto el total ofrecido, o sea, el 10% de la Emisión.

En el tramo Competitivo, la adjudicación se hará a precios múltiples, a partir de los mayores hasta completar la Emisión. El exceso en la demandada al precio de corte, los TD se adjudicarán a prorrata de las solicitudes realizadas a ese precio.

La Integración se deberá verificar, para ambos tramos, el día hábil siguiente al segundo día de suscripción y por el contravalor en pesos según cotización de la UI del día de la integración.

Obligaciones del Fiduciario.

Están diagramadas en la cláusula 12 del Contrato. El fiduciario financiero tiene dos obligaciones centrales: **emitir los valores y administrar el patrimonio fiduciario** según las instrucciones convencionales y con sujeción a las disposiciones de las leyes 16.774, 17.202 y 17.703.

En cuanto al régimen de responsabilidad del Fiduciario, debemos decir que se trata de una responsabilidad subjetiva en tanto la culpa es el factor de atribución y rige el estándar abstracto de prudencia y diligencia del buen hombre de negocios de acuerdo con el artículo 16 de la ley de Fideicomiso. En su regulación interna, el Contrato establece en forma adecuada las soluciones para los casos de incumplimiento, según lectura de las cláusulas 15 a 17 de la convención.

Contrato de Underwriting.

Conforme a los antecedentes de la estructura, se prevé la contratación del servicio de *underwriting stand by* con el objeto de asegurar al Fiduciario la colocación de los TD de oferta pública por el importe necesario para integrar el valor nominal del TD de oferta privada que no se haya integrado a la fecha de la emisión bursátil, esto es, el equivalente a UI 19.000.000.

Surge como Anexo del Prospecto, el modelo de contrato a ser suscripto entre República Afisa como Fiduciario, Jayland Assets Inc., como inversor original y suscriptor del TD de oferta privada no integrado y **Gastón Bengochea y Compañía Corredor de Bolsa SA como Underwriter**, quien al firmar se obliga a adquirir e integrar los TD en la emisión de oferta pública por el importe antedicho.

El riesgo que se cubre con ello es que no se coloquen TD por dicho monto, por lo cual, la operativa de este contrato implica que si finalizado el período de suscripción, no surgen ofertas suficientes para cubrir la integración de

UI 19.000.000 a la tasa ofrecida, el Fiduciario notificará esto al *Underwriter* quien dentro del plazo de la integración, deberá efectuar el desembolso correspondiente.

III – Análisis de contingencias.

En este segmento se analizan, por un lado los requisitos normativos para la formación válida y eficaz de la voluntad de las partes y por otro, atendiendo al interés del inversor beneficiario, las circunstancias que objetivamente puedan representar un riesgo de cumplimiento y las herramientas contractuales previstas para eliminar o mitigar dichos riesgos.

(i) Capacidad y legitimación de los contrayentes.

La **Fiduciaria** República Administradora de Fondos de Inversión S.A. **está autorizada desde agosto de 2004** por el Banco Central del Uruguay para actuar como fiduciario de fideicomisos financieros (Leyes 16.774 y 17.703).

La IDRN como **Fideicomitente** está legitimada y tiene plena capacidad para obligarse, lo cual se desprende en lo fundamental de los siguientes actos administrativos:

- a)** Las decisiones de La Junta Departamental de Río Negro N° 269 del 16/7/2014 y N° 292 del 19/12/2014, mediante las cuales se otorgó la anuencia al Intendente para la constitución original del Fideicomiso y su ampliación,
- b)** las decisiones correlativas del Intendente N° 1490 del 22/7/2014 y N° 2606 del 23/12/2014. Cabe apuntar que en ambos casos se cumplió con el voto de los 2/3 del cuerpo legislativo, mayoría exigida por el artículo 301.2 de la Constitución de la República para obtener financiamiento por un período superior al del gobierno del Intendente proponente.

Estas decisiones fueron refrendadas a efectos de la emisión de oferta pública bajo análisis. En efecto y según se desprende de las actuaciones cumplidas en la IDRN a partir de la decisión adoptada en la Asamblea de Titulares el 25/11/2016, la Junta Departamental otorgó por unanimidad la anuencia para las modificaciones contractuales necesarias para el pasaje a la oferta pública (Resolución N° 104/2016 del 29/12/2016). Seguidamente y ante las observaciones formuladas por el BCU, se optó por redactar todo un nuevo texto sustitutivo y comprensivo tanto de las modificaciones ya laudadas por la Junta como de las modificaciones planteadas por el ente regulador. Precisamente una de las exigencias del BCU fue que toda la documentación relacionada con la emisión de oferta pública, fuera aprobada por la Junta Departamental y el Intendente Departamental en forma previa al otorgamiento.

Así las cosas, con fecha 27 de octubre de 2017 y por Resolución N° 148/017, el cuerpo legislativo autoriza al Intendente a concretar las modificaciones al Contrato de Fideicomiso, así como suscribir *“cualquier eventual modificación (...) que sea necesaria para subsanar observaciones del Banco Central del Uruguay, en el marco de su inscripción en el Registro de Mercado de Valores, siempre que las mismas no impliquen un cambio sustancial de los siguientes aspectos: plazo de la emisión, cronograma y plan de obras, tasa de interés y monto del flujo cedido por el Fideicomiso Sucive previstas en el Fideicomiso”*. Esto contó

con el voto conforme de 29 Ediles; refrendando el cumplimiento de la norma constitucional precitada.

En consecuencia, con fecha 3 de noviembre de 2017 y por Resolución N° 1359, el Intendente de Río Negro promulgó la decisión antecedente, disponiendo la comunicación al Fiduciario a efectos de instrumentar el otorgamiento de contrato de referencia y sus anexos.

En suma, la IDRN ha cumplido todos los requisitos normativos para obligarse

(ii) El cumplimiento de los Títulos de Deuda.

Naturaleza de los créditos y Fideicomiso SUCIVE. En términos generales se debe señalar que no existen aspectos en la estructura jurídica que sugieran contingencias en el pago puntual y total de los TD. Esto básicamente está garantizado por la homogeneidad y solvencia de los bienes fideicomitados, prestaciones de naturaleza tributaria de casi imposible extinción futura y muy seguros en términos de percepción. En el caso concreto de los ingresos vehiculares se encuentran regulados por una ley (18.860) que fijó un aforo nacional, con vigencia por 15 años prorrogables en forma automática por igual período; créditos que finalmente, se encuentran en un patrimonio autónomo de afectación (Fideicomiso Financiero SUCIVE), cuyo fiduciario es República Afisa. En efecto, el Fideicomiso Financiero SUCIVE se perfeccionó el 28/12/2011 y ese mismo día por ANEXO "L", la IDRN adhirió al mismo y por lo cual tiene derecho al 100% de los créditos que se generan en su jurisdicción que ingresen a dicho patrimonio de afectación.

Por su parte, el Contrato de Fideicomiso que nos ocupa, tiene una serie de previsiones que refuerzan la solvencia del flujo de fondos para hacer frente al repago de los títulos.

En primer lugar, la cláusula 6.2 impone que la cesión de la cobranza SUCIVE tendrá un límite anual del 30% tomando como base de cálculo la recaudación efectiva del 2015 ajustada por IPC. Por su parte, en el punto 4.3 se establece que el vencimiento del plazo del Fideicomiso SUCIVE y aun considerando que no se prorrogara como está previsto en la Ley 18.860, el Fiduciante cede y transfiere al Fideicomiso los *"derechos de crédito por la cobranza de los tributos actualmente comprendidos en el SUCIVE, bajo la forma o estructura que se adopte en dicho momento..."*.

Para el caso que el Fideicomiso SUCIVE se rescinda o extinga o por cualquier causa deje de verter los créditos a este Fideicomiso, se establece que la cesión que se otorga en el Contrato comprende los créditos tributarios que se generen en el futuro con independencia de quien sea la entidad o agente que los recaude o perciba, debiendo la Fiduciaria, en tal caso, notificar de la presente cesión a dichas personas.

Afectación previa sobre el Flujo de Fondos. Par terminar este segmento, es importante consignar que la única afectación previa sobre el caudal de créditos es la realizada en el **Acuerdo de Reestructuración de Deuda con UTE de fecha 23/12/2013** y luego fideicomitado en el "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración de Deudas de Intendencias por Alumbrado Público". En efecto, varias Intendencias celebraron acuerdos individuales de refinanciación de sus pasivos con el ente energético y cedieron para su pago los beneficios creados a su favor por el art. 12 de la Ley 18.860. En esos acuerdos quedó establecido que, en garantía de su pago, esto es, para el caso que no fuera

suficiente el subsidio del art. 12, las intendencias cedían hasta el 10% de la recaudación del SUCIVE.

En el caso de la IDRN esta afectación estará vigente hasta el 28/2/2034. La IDRN declara que aún en el hipotético caso que deba activarse dicha garantía, los flujos que tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE son suficientes para amortizar ambos instrumentos (cláusula 8).

La administración del patrimonio fiduciario. Por su parte, no debe perderse de vista que estamos dentro de los denominados fideicomisos públicos en tanto se afectan recursos públicos para el cumplimiento de una finalidad o cometido público (en la especie todo lo que puede caer bajo el giro "obra pública municipal" del artículo 3 de la Ley 17.703). En tal sentido es especialmente relevante la actuación del Fiduciario en la ejecución de las obligaciones que ley y contrato ponen a su cargo.

Según la cláusula 12 del Contrato, como administrador y en particular en relación al precio de colocación de los TD, el Fiduciario procederá a:

1. En primer lugar a integrar la suma de UI 19.000.000 al patrimonio fiduciario y los importes remanentes los transferirá al Titular de los TD de oferta privada emitidos y;
2. En segundo lugar, realizar los pagos instruidos por la IDRN de las facturas emitidas por las empresas adjudicatarias para ejecutar las obras y de los convenios celebrados por ésta con organismos del Estado; controlando previamente que la instrucción que reciba del fiduciante acredite que la empresa en cuestión ha dado cumplimiento con la normativa en materia laboral, previsional y de seguridad laboral, en especial leyes 18.099 y 18.251 y asimismo que las facturas que le presenten correspondan a trabajos terminados o avances debidamente certificados por la IDRN.
3. En tanto no sea necesario mantener liquidez para hacer frente a los pagos precitados, la Fiduciaria podrá invertir en los activos financieros citados en la cláusula 12.3 del Contrato y observando la limitación prevista en el art. 59 lit. d) de la Recopilación de Normas de AFAP del BCU.

Otros aspectos de la estructura. La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la Ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003. El Fiduciario queda obligado a rendir cuentas de conformidad a lo dispuesto en el art. 18 LF y cláusula 18 del Contrato.

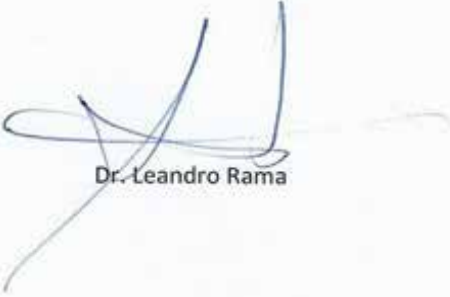
Es una fortaleza típica del sistema que el patrimonio fiduciario responde únicamente por las obligaciones establecidas en el Contrato y derivadas de la emisión. Este patrimonio no responde por deudas del Fiduciario (art. 7 LF). En contrapartida el patrimonio del Fiduciario no responderá por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que serán satisfechas con los bienes fideicomitidos (art. 8 LF).

El ámbito jurídico para que los beneficiarios ejerzan sus facultades de contralor y adopten decisiones es la Asamblea de Titulares (artículo 32 ley 17.703). El Contrato las reglamenta en la cláusula 21. El apartado 21.4 establece las competencias que requieren una mayoría especial (75% del capital adeudado a la fecha de la decisión en cuestión).

Finalmente se deben tener en cuenta las normas de la Ley 18.627 que regulan la actuación de la Bolsa de Valores de Montevideo, como Entidad Registrante de los TD y Entidad Representante de los Beneficiarios.

En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al proceso de emisión.

Montevideo, 20 de noviembre de 2017.-



Dr. Leandro Rama

ANEXO II
ACTUALIZACIÓN

Montevideo, 2 de abril de 2018.-

Sr. Adscripto a la
Gerencia General
Cr. Jonathan Crokker
De nuestra consideración:

Nos dirigimos a Ud. a fin de dar cumplimiento a la solicitud del BCU de actualización de la calificación del fideicomiso financiero ahora llamado "FIDEICOMISO FINANCIERO DE OBRAS DE RIO NEGRO I", realizada el 21 de noviembre de 2017. Este fideicomiso es el resultado de la transformación de un fideicomiso privado anterior, en éste de oferta pública que se calificó.

Las modificaciones planteadas en el contrato de fideicomiso firmado el 9 de febrero de este año no suponen alteración alguna al juicio oportunamente recogido en la calificación registrada en la fecha antes mencionada.

Hemos analizado esta nueva versión de contrato con su correspondiente prospecto informativo y sus flujos asociados. En estos documentos, más allá de algunas referencias formales y de la ratificación de las cesiones y transferencias acordadas el 10 de abril de 2015 destaca, por el paso del tiempo sin concretarse la emisión, el pago de la amortización anual correspondiente al mes de febrero de 2018, así como la continuación de las obras según nuevo detalle recogido en el prospecto. En el momento actual las mismas alcanzan a U\$S 6.636.220. Ambos hechos son favorables para la situación de los futuros titulares de los títulos a emitirse.

Hemos verificado asimismo que el informe jurídico que analiza el riesgo jurídico de estructura, que se adjuntó a la calificación mantiene plena vigencia. Y lo mismo ocurre con la opinión acerca de las condiciones de la administración.

Por su parte el activo subyacente vuelve a mostrar su fortaleza en tanto no se modifican significativamente los porcentajes de afectación de los suficientes ingresos de la Intendencia Departamental de Río Negro, de los que derivan a la vez los ingresos futuros del fideicomiso. Y en cuanto a las variables de entorno tampoco tenemos nada que agregar dado el breve tiempo transcurrido.

Atento a lo expuesto, el comité de calificación ratifica la nota recogida en el informe del 21 de noviembre, subrayando que esta actualización debe considerarse en conjunto con aquélla.



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez