

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A  
PARTIR DEL DENOMINADO  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
RIVERA II”**

*Montevideo, setiembre de 2018*

---

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

---

**Actualización de la Calificación de la Emisión de Títulos de Deuda de “Fideicomiso Financiero Rivera II”  
17 - setiembre -2018**

<b>Plazo:</b>	hasta su cancelación prevista para el 28/02/35.
<b>Títulos de Deuda:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 70.000.000 de Valor Nominal.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Cesión de la Intendencia de Rivera de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE).
<b>Fiduciario y Emisor:</b>	RAFISA
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia Rivera (IR)
<b>Amortización:</b>	En 20 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI y una vez transcurrido el período de gracia, habiendo sido el primer vencimiento el 28/02/2016.
<b>Pago de intereses:</b>	En cuotas consecutivas en UI, pagaderas en febrero y agosto, los días 28. En caso que alguna de esas fechas coincida con un día no hábil, el vencimiento se trasladará al primer día hábil siguiente.
<b>Tasa:</b>	6 % lineal anual en UI
<b>Fecha de emisión:</b>	28/04/15
<b>Gracia:</b>	hasta 1 año y medio a partir de la fecha de emisión de cada serie con pago de intereses en febrero y agosto.
<b>Entidad Registrante:</b>	BEVSA
<b>Administración y pago:</b>	RAFISA
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A. uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30 de abril de 2019
<b>Manual utilizado:</b>	Manual: Calificación de Finanzas Estructurados generadas por Intendencias Municipales

## Resumen General

***CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda de oferta pública emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Rivera II" manteniendo la categoría A.uy de grado inversor.***

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos para la realización de inversiones en obra pública por parte de la Intendencia de Rivera (en adelante IR) por un importe de aproximadamente \$ 199.605.000 o su equivalente en UI 70.000.000.

A efectos de realizar dichas inversiones, la IR requirió de financiamiento para lo cual planteó oportunamente la emisión de títulos de deuda de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso. El repago de los títulos está respaldado con la parte de cobranza de tributos que transfirió la IR hasta la suma equivalente en UI de hasta UI 144.000.000 más los fondos necesarios para atender gastos, comisiones e impuestos.

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

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- El presente fideicomiso se realizó al amparo de la Ley 17.703 y en su estructura se contempló la anuencia de la Junta Departamental de Rivera (JR) por, al menos, los dos tercios de votos requeridos y su remisión al Tribunal de Cuentas de la República (TCR). En tal sentido no se advierten riesgos desde el punto de vista jurídico.
- La cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable.
- La liquidez es la aceptable tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

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

- La recaudación comprometida para el pago de las obligaciones emergentes de este fideicomiso representa un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (menos de 2 %) previstos en el presupuesto vigente y aún de la cobranza que se cede (SUCIVE) representando alrededor de 11,5 % de la misma de acuerdo a lo recaudado en 2017. Como los compromisos son decrecientes y los ingresos estables o crecientes, esta relación es cada vez menor. Hay otra cesión de tributos por parte de la IR que tiene incidencia marginal como se analiza más adelante.
- Tampoco parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de patente de rodados por debajo del nivel exigido por esta operación.
- El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones.

### **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 operación.
- CARE constató oportunamente que las obras realizadas son consistentes con el financiamiento objeto de este fideicomiso y resta un saldo marginal por ejecutar.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos representativos de deuda de oferta pública emitidos por REPUBLICA AFISA (en adelante RAFISA) en su calidad de Administradora Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Rivera II (en adelante FFRII) por un monto total de UI 70.000.000. Se emitió también un certificado de participación (no calificado por CARE) a favor de la IR por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos futuro que por concepto de cobro de tributos departamentales es fideicomitado por la IR a RAFISA por hasta la suma de UI 144.000.000 lo que resulta suficiente para amortizar los títulos, los intereses generados así como los gastos derivados de la creación y administración del fideicomiso.

REPÚBLICA AFISA integra este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por UI 70.000.000 y emitió un certificado de participación a favor de la IR por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso.

Los tributos fideicomitados por parte de la IR son los derechos de crédito presentes y futuros por concepto de recaudación del impuesto a los vehículos de transporte (numeral 6º del artículo 297 de la Constitución de la República), los recargos, multas y moras, así como las multas que pudieran corresponder a los propietarios, poseedores o conductores, a los que tiene o tenga derecho la IR (en adelante "Ingresos Vehiculares"). Estos son los recursos cedidos al SUCIVE según Ley No. 18.860 del 28/12/11. La Cesión de Créditos incluye los pagos realizados bajo el contrato de Fideicomiso SUCIVE así como los eventuales contratos que se firmen en el futuro para la cobranza de los Ingresos Vehiculares de la IR hasta la concurrencia de todos los importes adeudados bajo el Contrato de Fideicomiso en los plazos y condiciones establecidos.

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

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

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

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

La presente fue una emisión de oferta pública, de títulos valores nominativos, indivisible y fueron emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se están amortizando en 20 cuotas anuales y consecutivas, una vez transcurrido el período de gracia, con vencimiento los días 28 de febrero de cada año habiendo vencido la primera cuota el 28 de febrero de 2016. La última vencerá el 28 de febrero de 2035. Los intereses se cancelarán en dos pagos anuales (febrero y agosto) a la tasa de 6% lineal anual sobre saldos.

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

## 2. Antecedentes generales

La Intendencia de Rivera ha decidido realizar diversas obras públicas en el Departamento de Rivera por un total de \$ 199.605.000 según detalle oportunamente divulgado y que fuera objeto de verificación en el terreno por parte de CARE.

- El financiamiento de estas obras se ha instrumentado a través de la emisión títulos de deuda realizados por el Fideicomiso; el repago del o los títulos está respaldado con la parte de la cobranza de tributos que transfiere la IR hasta la suma equivalente a UI 144.000.000 más los fondos necesarios para atender gastos, comisiones e impuestos.
- El Artículo 3º de la ley 17.703 prevé que las Intendencias podrán constituir fideicomisos mediante la cesión de derechos de créditos de tributos departamentales, con la finalidad de realización de obra pública municipal, dándose cuenta a la Junta Departamental.
- En ocasión de la calificación original se enumeraron detalladamente la serie de pasos formales seguidos por la IR para instrumentar esta operación; los mismos fueron debidamente analizadas en el informe de contingencias jurídicas, descartándose dificultades en ese sentido lo que fue ratificado en la práctica al no haberse registrado ningún reclamo en ese sentido por lo que se considera innecesario reiterarlos en esta ocasión.
- Una operación similar a esta, en cuanto a sus objetivos, pero de oferta privada y menor cuantía fue ejecutada previamente sin dificultades y ya ha sido cancelada.

- En cambio hay que tener presente que en diciembre de 2013 la IR firmó un acuerdo con la UTE para reestructurar la deuda que, por concepto de alumbrado público, mantenía con dicho ente. Por el mismo, la IR cedió a un fideicomiso el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes, cediendo en garantía, además, el 10% de lo que le corresponde percibir por el SUCIVE así como la totalidad de la cobranza descentralizada de los demás tributos. Este aspecto se analiza más adelante.

### **3. Objeto de la calificación, información analizada**

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo del o los beneficiarios, de recuperar el monto por el que adquirieron los títulos de deuda en las condiciones de interés y plazo, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada en esta oportunidad incluye entre otros los siguientes documentos:

- Informe de Calificación del “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público”, realizado por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Informe de Calificación de esta operación y actualizaciones posteriores.
- Información del Arq. José M. Mazzoni (Director General de Obras, IR) sobre estado de las obras.
- Actualización de la recaudación del SUCIVE hasta julio de 2018
- Información de pagos por parte del fiduciario.
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/6/18
- EE.CC intermedios del fideicomiso al 30/6/18

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que adquiridos por el o los beneficiarios, en oferta pública. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de la recaudación correspondiente y necesaria de tributos municipales a los vehículos automotores. Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de Emisión:</b>	UI 70.000.000
<b>Interés:</b>	6% lineal anual en UI
<b>Plazo:</b>	De hasta 21 años desde la fecha de emisión. Fecha de finalización prevista, 28/02/2035.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda serán cancelados en cuotas consecutivas en UI, pagaderas los días 28 de febrero y 28 de agosto de cada año.
<b>Amortización de capital:</b>	El capital de los Títulos de Deuda será amortizado en 20 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI y una vez transcurrido el período de gracia, habiéndose producido el primer vencimiento el pasado 28/02/2016.
<b>Activo fideicomitado:</b>	Flujo de Fondos por hasta las sumas establecidas en la cláusula 5 lit 5.2 del Contrato de Fideicomiso, provenientes de los créditos presentes y futuros que la IR tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE por concepto de los pagos que por tributos, precios y otros ingresos departamentales efectúen sus contribuyentes y clientes, independientemente de quién sea en el futuro el fiduciario administrador del SUCIVE.
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE SRL
<b>Calificación de Riesgo:</b>	A.uy

## **Análisis Jurídico**

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos y de un financiamiento a largo plazo que trasciende el período de la actual administración municipal, el análisis jurídico es básico para blindar el negocio financiero. Resulta clave por tanto a juicio del Comité de Calificación de CARE la legitimación de todo lo actuado.

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó el informe de calificación como Anexo 1 y que en la oportunidad, por no haber cambios en este sentido, se entiende innecesario reiterar<sup>3</sup>.

El citado informe de contingencias jurídicas culmina de la siguiente manera: *"En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión."*

## **Riesgos considerados**

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago al o los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En función de los análisis realizados y dado el tiempo transcurrido sin conflictos, se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *casi nulo*.

**Riesgo por iliquidez.** Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *Riesgo bajo*.

<sup>3</sup> Los interesados pueden consultar dicho informe en el Anexo 1 de la calificación original citada [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

## III. LA ADMINISTRACIÓN

### La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC intermedios al 30/6/18 que cuenta con informe de revisión limitada de la firma Grant Thornton SC, RAFISA alcanza un patrimonio de miles de \$ 578.170, lo que supone un 4 % superior al registrado seis meses antes. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,95. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-18</b>	<b>31-Dec-17</b>	<b>31-Dec-16</b>
<b>Activo</b>	<b>656.953</b>	<b>637.392</b>	<b>636.880</b>
Activo Corriente	270.351	249.236	219.778
Activo no Corriente	386.602	388.155	417.102
<b>Pasivo</b>	<b>78.783</b>	<b>81.887</b>	<b>78.969</b>
Pasivo Corriente	54.604	57.829	58.536
Pasivo no Corriente	24.179	24.058	20.433
<b>Patrimonio</b>	<b>578.170</b>	<b>555.505</b>	<b>557.910</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>656.953</b>	<b>637.392</b>	<b>636.880</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,95</b>	<b>4,31</b>	<b>3,75</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados del primer semestre de 2018, la firma muestra una disminución en su facturación respecto del mismo periodo del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados operativos. En cambio, debido a mejoras en los resultados financieros, los resultados finales del periodo resultan superiores. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos a junio de 2018 y su comparativo con junio de 2017 y del último ejercicio completo cerrado en diciembre de 2017.

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

Concepto	30-Jun-18	30-Jun-17	31-Dec-17
Ingresos Operativos	127.854	135.622	270.590
Gastos de Adm y Ventas	(113.806)	(105.541)	(225.274)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>14.048</b>	<b>30.081</b>	<b>45.316</b>
Resultados Diversos	-	126	622
Resultados Financieros	36.132	7.391	17.636
IRAE	(12.485)	(7.998)	(16.323)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>37.696</b>	<b>29.600</b>	<b>47.251</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2018, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

### El Fideicomiso

Se constituyó mediante contrato celebrado entre RAFISA y la IR con fecha 14/10/14.

A la fecha de cierre del 30/6/18 y según se desprende de los EE.CC del Fideicomiso se han abonado por concepto de obras casi \$ 197 millones lo que representa más del 98 % del total. Es la misma cifra informada anteriormente puesto que en este último semestre no se registró ningún pago por este concepto. Según informó la IR a CARE, en el correr del actual mes de setiembre se terminaría de ejecutar el pequeño saldo de obra pendiente.

En cuanto al pago de los títulos, se vienen abonando regularmente tanto los intereses como las amortizaciones. Se recuerda que el pasado 28 de agosto venció una nueva cuota de intereses, la que fue cancelada en tiempo y forma según informó RAFISA a CARE. Este pago no figura en los EE.CC de junio por ser de fecha posterior. Lo mismo cabe decir en cuanto al cobro de las cesiones de tributos.

En el cuadro siguiente se expone el cronograma de pagos restante desde el corriente año 2018 hasta su cancelación así como los tributos a percibir en el período. Como queda dicho, a la fecha de redactar este informe ya se cancelaron las obligaciones de amortización e intereses correspondientes al año en curso. El saldo a percibir por cesión de tributos que figura en el cuadro para el año 2018 es el que figura al 30/6/18.

**Cuadro 3: cronograma de pagos y cesiones a percibir (miles UI)**

año	amortización	intereses	total	cesiones
2018			-	2.700
2019	3.500	3.465	6.965	8.300
2020	3.500	3.255	6.755	8.100
2021	3.500	3.045	6.545	7.900
2022	3.500	2.835	6.335	7.600
2023	3.500	2.625	6.125	7.500
2024	3.500	2.415	5.915	7.200
2025	3.500	2.205	5.705	7.100
2026	3.500	1.995	5.495	6.900
2027	3.500	1.785	5.285	6.500
2028	3.500	1.575	5.075	6.500
2029	3.500	1.365	4.865	6.300
2030	3.500	1.155	4.655	5.900
2031	3.500	945	4.445	5.800
2032	3.500	735	4.235	5.600
2033	3.500	525	4.025	5.400
2034	3.500	315	3.815	5.400
2035	3.500	105	3.605	4.200
<b>total</b>	<b>59.500</b>	<b>30.345</b>	<b>89.845</b>	<b>114.900</b>

Fuente: CARE en base a información de RAFISA

Como se aprecia en el cuadro precedente, la cifra a percibir por concepto de cesiones es bastante mayor que la cifra a pagar por concepto de cancelación de títulos, el excedente es suficiente para afrontar los gastos de administración.

El estado de situación del fideicomiso al 30/6/18 se refleja en el cuadro siguiente.

**Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)**

Concepto	30-06-18	31-12-17	31-12-16
<b>Activo</b>	<b>327.388</b>	<b>328.795</b>	<b>337.685</b>
Activo Corriente	60.511	60.406	69.960
Activo no Corriente	266.877	268.390	267.725
<b>Pasivo</b>	<b>242.168</b>	<b>245.165</b>	<b>243.459</b>
Pasivo Corriente	20.551	19.651	18.584
Pasivo no Corriente	221.617	225.515	224.875
<b>Patrimonio</b>	<b>85.220</b>	<b>83.630</b>	<b>94.226</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>327.388</b>	<b>328.795</b>	<b>337.685</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,94</b>	<b>3,07</b>	<b>3,76</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Se comprueba que la capacidad para hacer frente a los compromisos de corto plazo, es alta (razón corriente) y la solvencia patrimonial para afrontar el resto de los compromisos, también.

### **Riesgos considerados:**

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

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

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

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

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. Como queda referido, el fiduciario recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza de patentes de vehículos y demás ingresos vehiculares de la IR y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda emitidos alcanzaron un total de UI 70.000.000.

Los mismos se están amortizando en 20 cuotas anuales, iguales y consecutivas a partir del 28/2/16 y los intereses en dos cuotas anuales a razón de 6 % lineal anual (3% semestral). Hasta el momento el fideicomiso viene cumpliendo satisfactoriamente con estas obligaciones,

Para hacer frente a estos compromisos, así como al objeto principal que es el pago de las obras, el fideicomiso cuenta con el monto de la emisión y con la cesión de tributos provenientes del SUCIVE que corresponden a la IR. Como se ha referido en otra sección de este informe las obras han sido prácticamente ejecutadas y abonadas en su totalidad restando un saldo menor que, informa la IR, se está terminando de ejecutar en setiembre de 2018. De aquí en más solo resta cancelar el título con sus respectivos intereses; tanto el saldo a pagar por concepto de amortización e intereses como el saldo de tributos a percibir se exponen en el Cuadro 3.

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

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

En tal sentido, se tuvieron en cuenta las cifras del presupuesto quinquenal actualmente vigente y que habrá de regir hasta el año 2020 inclusive.

<b>Cuadro 5: Presupuesto resumido 2016/2020 (en miles de \$ y miles de UI)</b>					
<b>Concepto</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Ingresos totales</b>	<b>1.488.854</b>	<b>1.432.805</b>	<b>1.412.147</b>	<b>1.381.697</b>	<b>1.377.705</b>
De origen departamental	751.274	721.933	716.543	710.851	707.869
De origen nacional	737.580	710.872	695.604	670.846	669.836
<b>Egresos totales</b>	<b>1.488.854</b>	<b>1.432.805</b>	<b>1.412.147</b>	<b>1.381.697</b>	<b>1.377.705</b>
Rubro 0	576.714	585.956	597.148	608.569	619.790
Otros de funcionamiento	605.210	577.906	513.077	508.580	501.703
Bienes de uso	306.930	268.943	301.922	264.548	256.212
<b>Cotización UI estimada</b>	<b>3,0983</b>	<b>3,0983</b>	<b>3,0983</b>	<b>3,0983</b>	<b>3,0983</b>
<b>Total Ingresos miles de UI</b>	<b>480.539</b>	<b>462.449</b>	<b>455.781</b>	<b>445.953</b>	<b>444.665</b>
<b>Rubro 0 en miles de UI</b>	<b>186.139</b>	<b>189.122</b>	<b>192.734</b>	<b>196.420</b>	<b>200.042</b>

Fuente: CARE en base Presupuesto IDR enviado a la JDR periodo 2016 a 2020

Nota: la conversión a UI se hizo en base a la cotización del 30/6/15

La información presupuestal brindada por la IR está en moneda nacional a valores de 2015, a los efectos de facilitar la comparación con los montos comprometidos en este fideicomiso, CARE la convirtió a UI asumiendo como media del año 2015 la cotización al 30 de junio de ese año, 3,0983. Los valores en UI se pueden ver en las líneas finales del cuadro precedente.

De acuerdo al Cuadro 3, los montos comprometidos son decrecientes año a año mientras que los ingresos son estables o crecientes (ya sea se trate de los ingresos globales o a los producidos por el SUCIVE) por lo tanto, la incidencia de los compromisos en las finanzas de la IR es decreciente. En este caso, el desembolso mayor se hará en el año 2019. UI 8.3 millones. Tomando como referencia los ingresos totales presupuestales para ese año (Cuadro 5), lo comprometido representa un 1,86 % de dichos ingresos.

Si se le relaciona con la recaudación del SUCIVE (que es lo que se fideicomite) y se toma como referencia la recaudación obtenida en 2017, que para el caso de Rivera ascendió a (miles) de UI 71.544 la relación de lo comprometido en el año 2018 es del 11,53 %. Por otro lado, según se desprende del cuadro siguiente, la tendencia de recaudación del SUCIVE en términos reales es creciente mientras, como ya se ha indicado, los importes a ceder cada año son decrecientes por lo que la relación será cada vez menor y más comfortable para la IR.

**Cuadro 6: Recaudación SUCIVE**

año	miles UI	evolución
2015	63.221	
2016	68.047	7,63%
2017	71.544	5,14%
2018 (a julio)	53.799	

Fuente: CARE en base a información RAFISA

Como se indica en el cuadro precedente, la recaudación correspondiente al año 2018 recoge un parcial hasta el mes de julio inclusive. La misma es ligeramente superior a la registrada en el mismo periodo del año anterior y guarda una relación con lo recaudado históricamente que permite suponer que, como mínimo, se mantiene estable con tendencia ascendente.

### Otras cesiones

La IR declara que no es el único compromiso para el cual ha comprometido ingresos futuros. En efecto, en diciembre de 2013 la IR firmó un acuerdo con la UTE para reestructurar la deuda que, por concepto de alumbrado público, mantenía con dicho Ente. Por el mismo, la IR cede a un fideicomiso el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes (posteriormente sustituido por el art. 679 de la Ley No. 19.355), cediendo en garantía, además, el 10% de lo que le corresponde percibir por el SUCIVE así como la totalidad de la cobranza descentralizada de los demás tributos.

CARE, en tanto calificador de ese fideicomiso ha constatado que efectivamente en el caso de la IR ha sido necesario recurrir a dicha garantía. En tal sentido corresponde indicar que la cuota comprometida por la IR asciende a (miles de UI) 3.403; si bien hasta el momento ha sido cubierta parcialmente con la

fuerza de recursos dispuesta y el saldo se ha complementado con la garantía que supone cesiones del SUCIVE, en forma conservadora y al solo efecto de este análisis, se ha supuesto que se cancelará enteramente con SUCIVE.

Interesa por lo tanto, analizar los compromisos en forma conjunta ya que afectan la misma fuente de recursos. A esos efectos, CARE elaboró el cuadro siguiente en que se agrupan para los próximos dos años, los compromisos asumidos (firmes o eventuales) con cargo a la recaudación del SUCIVE, tomando como referencia de recaudación la correspondiente al año 2017 (Cuadro 6).

**Cuadro 7: compromisos anuales totales (miles de UI)**

año	FFR II	FFAP	total	SUCIVE	Relación
2019	8.300	3.403	11.703	71.544	16,36%
2020	8.100	3.403	11.503	71.544	16,08%

Fuente: CARE en base a información de RAFISA

NOTA: FFAP es el Fideicomiso de Alumbrado Público

En el caso del FFR II se tomó como compromiso la recaudación efectivamente cedida; en el caso del FFAP se tomó la cifra de SUCIVE máxima a utilizar para el caso que la IR no genere nada de la partida establecida en dicho fideicomiso (hipótesis por demás improbable) ello se contrastó con la recaudación del SUCIVE generada en 2017 la que se congela para los años siguientes (hipótesis también conservadora puesto ya se vio que su tendencia es creciente). Se puede apreciar que dicho compromiso representa una relación decreciente.

Se concluye que la IR no debería tener dificultades para afrontar este ni el otro compromiso analizado en este informe. Ni siquiera en un escenario de fuerte crisis, en ningún modo esperada, al menos en el corto plazo como se analiza a continuación.

### **Sensibilización**

No resulta pertinente vincular el riesgo de modo estrecho con la realidad económica actual de la IR. Solo puede mencionarse que no resulta posible que la intendencia deje de funcionar, o que deje de recaudar conforme a lo establecido.

No obstante, cabe decir que si se diera un escenario de profunda crisis económica del tipo que vivió el país entre los años 2001 a 2002 y la recaudación de los tributos municipales cayera en la misma proporción que entonces (en el 2002 se constató una caída del 14% real en la recaudación agregada de los gobiernos departamentales con excepción de Montevideo, con una caída del 11 % del PBI), aún en esta situación, la recaudación obtenida excedería en mucho la cifra requerida para cumplir con el pago de amortización e intereses de los títulos que se califican.

En la actualidad, ningún analista prevé un escenario de fuerte caída del PBI y mucho menos de la magnitud citada, al menos en el corto plazo.

No obstante, y a modo de sensibilización, CARE simuló un escenario de dos años consecutivos de caída del 5 % de la recaudación (en la crisis pasada, dos años fue lo que demoró en recuperarse la recaudación). El resultado se

presenta en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: Sensibilización (en miles de UI)			
año	Sucive	compromisos	relación
2019	67.967	11.703	17%
2020	71.544	11.503	16%

Fuente: CARE en base a información de IDR y RAFISA

Puede comprobarse que aún en ese escenario, que hoy luce muy improbable, en ningún caso lo comprometido supera el 17 % de lo recaudado.

Más aún, si se diera el hipotético caso de una caída del orden del 14 %, como ocurriera en la crisis de 2002/2003, la recaudación del SUCIVE sería del orden de (miles) UI 61.528 cifra muy superior a los compromisos asumidos.

No obstante lo anterior, es pertinente realizar el análisis de suficiencia de fondos en relación a los ingresos totales y, en particular, en relación a los gastos personales (Rubro 0); estos representan en el presupuesto vigente, según se puede ver en el Cuadro 5, una cifra del orden de (miles) UI 190.000 para el periodo.

Si se reproduce el escenario anterior para el total de los ingresos, pero en este caso abatidos en 14 % por los dos años siguientes tal como ocurrió en la severa crisis del 2001/2002, dejando incambiado el Rubro 0 así como los compromisos con los fideicomisos, el resultado es el que sigue:

Cuadro 9: Sensibilización 2 (en miles de UI)				
año	Ingresos	Compromisos	Rubro 0	Excedente
2019	383.520	11.703	196.420	175.397
2020	382.412	11.503	200.042	170.867

Fuente: CARE en base a información de IDR

El cuadro anterior ilustra la situación (más improbable aún) en que para los años 2019 y 2020, la totalidad de los ingresos municipales cayeran un 14 % para luego recuperar el nivel estimado en el presupuesto. Por su parte, se mantienen inalteradas las cifras presupuestadas para el Rubro 0 así como los compromisos con los fideicomisos (calculadas también con criterio muy conservador). Puede apreciarse que ambos rubros se cubren con holgura.

## 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 periodo 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 IR, 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 IR, al amparo del art.3 de la Ley 17.703. Esto determina una seguridad en su generación que deriva de la misma norma.

Con respecto a los temas presupuestarios<sup>4</sup>, el conocimiento 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. Tampoco cabe suponer que una futura administración adopte conductas muy diferentes en este sentido. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento.

Se presenta en el cuadro 10 una estimación de la evolución de las principales variables en el corto plazo.

<sup>4</sup> CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

## CUADRO 10 Proyecciones y expectativas - Set. 2018

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

CARE en base a A: Update 7/2018 FMI para 2018 y 2019, 2020 Proy MEF Rend Ctas. 2017 en 5/9/2018; - B y C: . Proyecciones 2019 y 2020 MEF /P.E Rendición Ctas. 2017 con inf. Al 5/9//2018 2017. En D: Encuestas Expetativas BCU 8/2018. Nota 7-09-2018. EL 5/9/2018 el Ministro de Hacienda argentino corrigió un conjunto de proyecciones cuya importancia obligan a atenderlas también en su extensión a las proyecciones regionales. De ellas destacamos la referida a crecimiento proyectado para el año en curso y 2019: -2,4% y 0% respectivamente. En paralelo el Ministro Astori dicute en el las comisiones del P. Legislativo lo que pudieran ser el ajuste de las proyecciones oficiales para Uruguay. En esa línea de ajustes, en 5/9/2018, CPA Ferrere redujo sus proyecciones de crecimiento para Uruguay 2018 y 2019 a 2,2% y 1,9% respectivamente.

Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central dada la vinculación de esta operación no solo con instituciones nacionales, quizás las Administradoras de Fondos Previsionales, sino de éstas con el crédito del país. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país mantiene como promedio del mes de agosto de 2018 un índice de riesgo país de 158 puntos básicos.

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una severa recesión que ninguna estimación confiable prevé; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal; una merma de igual magnitud en la cobranza del SUCIVE; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, el fiduciario, el activo subyacente y los flujos esperados, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación A.uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.<sup>5</sup>*

p. Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

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