

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A  
PARTIR DEL DENOMINADO  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
DE OBRAS VIALES E  
INFRAESTRUCTURA DEL  
DEPARTAMENTO DE CANELONES”**

*Montevideo, setiembre de 2018*

---

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

---

## Actualización de la Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero de Obras Viales e Infraestructura del Departamento de Canelones” 06-de setiembre -2018

<b>Plazo:</b>	hasta 20 años a partir de la emisión de cada serie.
<b>Títulos representativos</b>	de deuda escriturales de oferta pública por un monto de UI 510.000.000 (quinientos diez millones de Unidades Indexadas) en dos series de UI 340 y UI 170 millones respectivamente.
<b>Activos Fideicomitados:</b>	Cesión por parte de la IC de los derechos por Créditos Departamentales presentes y futuros a que tiene derecho contra los Agentes de Recaudación y el Fideicomiso SUCIVE
<b>Emisor:</b>	República AFISA
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia Municipal de Canelones
<b>Amortización de Capital:</b>	18 cuotas anuales iguales y consecutivas en UI a partir del vencimiento del período de gracia para cada serie. Fecha de pago: cada 28 de febrero.
<b>Pago de intereses.</b>	En cuotas semestrales consecutivas en UI los días 28 de febrero y de agosto posteriores a la emisión, incluyendo el período de gracia.
<b>Tasa:</b>	5% lineal anual en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda.
<b>Plazo de gracia:</b>	hasta dos años desde la fecha de emisión ocurrida el 16/5/13 para la serie 1 y 15/1/14 para la serie 2.
<b>Asesor jurídico calificación</b>	Herrera Profesionales Asociados
<b>Fiduciario:</b>	República AFISA
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	BEVSA
<b>Administración y pago:</b>	República AFISA
<b>Calificación:</b>	A.uy <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Martín Durán y Julio Preve
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30 de abril de 2019
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

<sup>1</sup> . La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

## Resumen General

***CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero De Obras Viales e Infraestructura del Departamento de Canelones" manteniendo la categoría A (uy) de grado inversor.***

El objeto de esta emisión consistió esencialmente en la generación de recursos con la finalidad de obtener financiamiento para poner a disposición de la IC los fondos necesarios para la realización de diversas obras de infraestructura de acuerdo con lo establecido en el Plan de Obras que se incluyó en el Prospecto por un monto total de \$ 1.200 millones.

A tales efectos la Intendencia Municipal de Canelones (IC) cedió Créditos Departamentales a favor de este fideicomiso, a fin de que la fiduciaria procediera a su securitización mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública en los términos contenidos en el Contrato de Fideicomiso.

En su calidad de Fideicomitente, la IC firmó un Contrato de Fideicomiso Financiero con República AFISA, la Fiduciaria. Mediante el mismo, la IC se comprometió transferir al FF un flujo de fondos futuro por hasta UI 816.000.000 proveniente de sus ingresos por tributos municipales; con el respaldo del patrimonio fideicomitado, la Fiduciaria realizó sendas emisiones de títulos de deuda de oferta pública en los términos y condiciones establecidos en el contrato, hasta completar el total autorizado de UI 510.000.000.

### **Respecto de los títulos de deuda cabe reiterar:**

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avaló el informe jurídico realizado por el Estudio Herrera Profesionales Asociados que se anexara en ocasión de realizarse la calificación original. El tiempo transcurrido sin que se hayan suscitado controversias así lo avala.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente.
- La liquidez adecuada del papel en función de su naturaleza sin perjuicio de las características del mercado de valores Uruguayo.

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

- Practicado el análisis de suficiencia por parte de CARE no se encontraron dificultades para que la IC pueda cumplir con los recursos fideicomitados a que se compromete en esta operación.
- No configura un escenario probable una caída de la recaudación descentralizada que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas.

- Las obligaciones emergentes de este y otros fideicomisos que se encuentran operativos, afectan alrededor del 12,5 % de los ingresos totales de la IC y 27 % de la cobranza descentralizada en el año de mayor cesión. Esta cobranza descentralizada viene creciendo en términos reales. En ningún caso se compromete la cobertura del Rubro 0.

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

- Este instrumento de financiación contó con el apoyo exigido de al menos dos tercios de la Junta Departamental, una vez aprobado el mismo y habiéndose cumplido los compromisos de realización de obra que de él se derivan no parece probable que en un escenario futuro de sucesivos cambios en la conducción política del Departamento, se repudie lo actuado al punto de comprometer obligaciones contractuales legítimas.
- Se han completado la totalidad de las inversiones objeto de esta emisión lo que fue corroborado oportunamente por CARE en visitas al terreno y en su momento explicó, junto a otras razones, un aumento en la nota.

## 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 República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante República AFISA) por un monto total de UI 510.000.000 (quinientos diez millones de Unidades Indexadas). Esta cifra surge del prospecto informativo presentado al BCU y representa el monto necesario para realizar por parte de la IC una serie de inversiones según Plan de Obras. Los títulos se emitieron con el respaldo de los componentes del presente Fideicomiso Financiero. Estos son:

- la cesión por parte de la IC de un flujo de fondos por hasta UI 816.000.000 provenientes del cobro de tributos, precios y otros ingresos departamentales que la IC percibe a través de Agentes de Recaudación en las condiciones que se establece en el contrato de fideicomiso.
- La IC adhirió al Fideicomiso SUCIVE con fecha 28/12/11, por lo que desde esa fecha, éste es el titular de los Derechos de Cobro de Ingresos Vehiculares de Canelones, teniendo la IC derecho a percibir el 100% de la recaudación que hiciera al SUCIVE, fondos que también transfiere al Fideicomiso.

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 tomarse 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>2 y 3</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>4</sup>.

La presente fue una emisión de oferta pública, de títulos valores emitidos por República AFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se están amortizando en un plazo máximo de 20 años luego que ha vencido el período de gracia de dos años desde la fecha de emisión para cada una de las dos series emitidas. Esta amortización se hará en 18 cuotas anuales con vencimiento el último día de febrero de cada año mientras que el pago de los intereses correspondientes se hará con una frecuencia semestral con vencimientos en febrero y agosto de cada año. La tasa de interés pactada

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

<sup>3</sup> La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera

<sup>4</sup> Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

es del 5% anual, lineal en UI. La primera emisión se produjo el 16 de mayo de 2013 por UI 170.000.000 ampliable a otro tanto, cosa que ocurrió. En definitiva, la emisión total de la primera serie fue de UI 340.000.000 de un total previsto de UI 510.000.000 los que fueron completados el 15 de enero de 2014 con la emisión de la segunda serie por UI 170.000.000.

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 técnicos 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. En reiteradas circunstancias se contrató al Arquitecto Andrés Pfeiff para analizar la marcha del proyecto conforme al protocolo oportunamente aprobado por la Asamblea de Titulares. Esto ocurrió hasta la finalización de las obras objeto de este fideicomiso hecho ya constatado en anteriores actualizaciones.

## 2. Antecedentes

Con ocasión de la calificación y su primera actualización realizada en noviembre de 2013, fueron presentados como antecedentes el conjunto de intervenciones de la IC, de la JDC y del TCR que culminaron con la primera autorización del BCU y la posterior emisión.

Con fecha 25 de julio de 2013 se presentó ante el Banco Central del Uruguay una modificación del Contrato de Fideicomiso. El proyecto de modificación había sido aprobado por la IC mediante resolución del Intendente de fecha 10 de julio de 2013, previa aprobación de la Junta Departamental con fecha 5 de julio de 2013.

En virtud de tratarse de modificaciones de un fideicomiso financiero de oferta pública que ya se encontraba operativo, los cambios propuestos requirieron de la conformidad de la asamblea de titulares de títulos de deuda, la que se realizó el 17 de julio de 2013 en la sede de BEVSA. La modificación propuesta se aprobó por la unanimidad de titulares de la deuda emitida.

CARE, con fecha 24 de julio de 2013, emitió una Nota Complementaria a la Calificación concluyendo que los cambios no afectaban, en lo sustancial, la propuesta original y en consecuencia ratificó la nota conferida.

Por otra parte, la asamblea de titulares al aprobar los cambios introducidos en el contrato de fideicomiso, cometió a RAFISA, en su calidad de fiduciario, el solicitar a la entidad calificadora (CARE) un análisis de cumplimiento de las obras pagadas con los fondos producto de la emisión de los títulos que se califican. Con fecha 6 de agosto de 2013, el BCU aprobó el planteo.

Ante la solicitud comunicada por RAFISA, CARE propuso un protocolo de actuación dirigido a dar cumplimiento a dicha verificación, pero aclarando el alcance de la misma así como la responsabilidad de CARE. Este protocolo fue aprobado por la Asamblea de Titulares según Acta de Asamblea de fecha 25 de setiembre de 2013, el que debió ser aplicado con motivo de cada actualización

de calificación y mientras hubo obras pendientes<sup>5</sup>. En consecuencia, y en cumplimiento del mismo, CARE ha verificado, ya sea a través de inspecciones técnicas propias o informes de la IC, que el destino de los fondos se orientó efectivamente a la realización de los planes de obras e inversiones propuestos. Actualmente, dicha etapa ya ha culminado por lo que, en ese aspecto, el fideicomiso ha cumplido con su objeto.

### 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, plazo, gracia, que se informan sucintamente en la Sección II.

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

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE del "Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Canelones I" Series 1 y 2; del "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"; del "Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa"; del "Fideicomiso Financiero Ciudad de la Costa Grinor II" y del "Fideicomiso Financiero Canelones III"
- EE.CC intermedios del Fideicomiso Financiero que nos ocupa al 30/06/18
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/18
- Información actualizada por parte de la IC de la cobranza descentralizada

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual<sup>6</sup>.

### 4. Otros compromisos

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

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

<sup>5</sup> Este procedimiento fue recogido en el Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales, aprobado el 27/10/15 por el BCU

<sup>6</sup> Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

En el cuadro siguiente se informa el cronograma de compromisos de todas ellas, Se incluye el "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público" por el cual la IC cede también parte de su cobranza descentralizada. Dicha cesión es en carácter de garantía subsidiaria de una forma de pago que CARE, como calificador de ese fideicomiso, juzgó suficiente lo que hasta el momento se ha verificado en los hechos; en este caso, la cuota anual comprometida es de miles de UI 10.217. En consecuencia el cuadro representa los compromisos máximos posibles, que la IC ha contraído.

**Cuadro 1 Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI)**

año	Costaplan	IMM	Canelon I	Canelon II	Grinor I	Grinor II	UTE	Canelon III	Totales
2018	18.000	13.200	33.900	51.000	20.977		10.217	3.000	150.294
2019	18.000	13.200	33.720	50.000	20.977	17.849	10.217	43.800	207.763
2020	18.000	13.200	33.720	47.500	20.977	17.849	10.217	64.200	225.663
2021	18.000		33.720	47.500	20.977	17.849	10.217	64.200	212.463
2022	15.600		33.720	46.000	20.977	17.849	10.217	64.200	208.563
2023	15.600		33.720	44.000	20.977	17.849	10.217	64.200	206.563
2024	15.600		33.720	42.000	20.977	17.849	10.217	64.200	204.563
2025	15.600		32.520	40.500	20.977	17.849	10.217	64.200	201.863
2026	15.600		29.810	40.500	20.977	17.849	10.217	64.200	199.153
2027	15.600			38.500	20.977	17.849	10.217	64.200	167.343
2028	15.600			37.000	20.977	17.849	10.217	64.200	165.843
2029	15.600			36.500	20.977	17.849	10.217	64.200	165.343
2030	15.600			33.500	20.977	17.849	10.217	64.200	162.343
2031	15.600			31.500	20.977	17.849	10.217	64.200	160.343
2032	15.600			22.500	20.977	17.849	10.217	64.200	151.343
2033	11.700			7.000	20.977	17.849	10.217	64.200	131.943
2034					20.977	17.849	10.217	64.200	113.243
2035					20.977	17.849		64.200	103.026
2036					20.977	17.849		64.200	103.026
2037								21.400	21.400
<b>Totales</b>	<b>255.300</b>	<b>39.600</b>	<b>298.550</b>	<b>615.500</b>	<b>398.563</b>	<b>321.282</b>	<b>173.689</b>	<b>1.159.600</b>	<b>3.262.084</b>

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

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

Consultada la IC, manifestó no haber contraído nuevas obligaciones que supusieran otras cesiones de tributos que las acá informadas.

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

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

### 1. Descripción General

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

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de la Emisión:</b>	UI 510.000.000 (quinientos diez millones) emitidos en una primera serie de UI 340.000.000 efectuada el 16 de mayo de 2013 y una segunda serie de UI 170.000.000 emitida el 15 de enero de 2014.
<b>Interés:</b>	5 % lineal anual en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, calculada sobre saldos, año de 360 días y meses de 30 días.
<b>Plazo:</b>	Desde la emisión hasta la cancelación total de cada serie por hasta 20 años.
<b>Plazo de gracia:</b>	Desde la emisión y hasta dos años con pago de intereses en forma semestral en cuotas iguales y consecutivas en UI.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagados en hasta 40 cuotas semestrales y consecutivas, incluyendo el período de gracia, en UI pagaderas a partir del mes de febrero siguiente a la emisión y así sucesivamente los 28 de febrero y agosto de cada año hasta su cancelación.
<b>Amortización del capital:</b>	El capital de los Títulos de Deuda será amortizado en 18 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI pagaderas a partir del primer mes de febrero una vez finalizado el período de gracia con vencimiento el día 28 hasta su cancelación. La primera cuota de amortización de la primera serie venció el 28 de febrero de 2015 mientras que la primera cuota de la segunda serie venció el 28 de febrero de 2016.

**Garantía:** Fondos cedidos por la IC al Fideicomiso provenientes de la recaudación descentralizada de tributos y los fondos del Fideicomiso SUCIVE que le corresponden a la IC también cedidos al Fideicomiso.

**Calificadora de Riesgo:** CARE Calificadora de Riesgo SRL.

**Calificación de Riesgo:** A (uy)

**Registro:** Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

## 2. 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.

Al no haber cambios en este sentido, simplemente se reitera la conclusión final del informe jurídico contratado oportunamente (Estudio Herrera Profesionales Asociados) cuyo informe completo acompañó el informe de calificación por lo que se considera innecesario reiterarlo acá. Concluye:

***“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se aprecia un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado. ”***

### 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 el tiempo transcurrido se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es muy poco probable. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo por iliquidez.** La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión de los beneficiarios constituye un atributo favorable intrínseco a los títulos por como se lo ha diseñado, aún teniendo presente las características de escaso desarrollo de nuestro mercado de capitales que no permite garantizar su inmediata comercialización. *Riesgo bajo.*

## III. 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 2: 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 3: 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

Como se ha dicho, los vencimientos ocurren los 28 de febrero (amortización e intereses) y los 28 de agosto, solo intereses. En este caso, RAFISA informó a CARE que el pago de intereses correspondiente al pasado 28/8/18 se realizó en tiempo y forma por lo que el Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones hasta el año 2018 inclusive.

Esta situación se refleja en el cuadro siguiente en que se expone el cronograma de los montos a percibir por parte del Fideicomiso a partir del año 2019 y los pagos por concepto de amortización e intereses de los títulos de ambas series hasta su cancelación.

**Cuadro 4: Cronograma de fondos a percibir y pagos a realizar (montos anuales en miles de UI)**

Año	Ingresos	Amortización	Intereses
2019	50.000	28.333	18.889
2020	47.500	28.333	17.472
2021	47.500	28.333	16.056
2022	46.000	28.333	14.639
2023	44.000	28.333	13.222
2024	42.000	28.333	11.806
2025	40.500	28.333	10.389
2026	40.500	28.333	8.972
2027	38.500	28.333	7.556
2028	37.000	28.333	6.139
2029	36.500	28.333	4.722
2030	33.500	28.333	3.306
2031	31.500	28.333	1.889
2032	22.500	28.333	472
2033	7.000	9.444	-
<b>Total</b>	<b>564.500</b>	<b>406.111</b>	<b>135.529</b>

Fuente: CARE en base a RAFISA y EE.CC del Fideicomiso

Los saldos de la columna intereses son estimados..

Según los EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/6/18, la situación a esa fecha es la que se expone en forma resumida en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (millones \$)</b>			
<b>Conceptos</b>	<b>30-Jun-18</b>	<b>31-Dec-17</b>	<b>31-Dec-16</b>
<b>Activo</b>	<b>1.927</b>	<b>1.974</b>	<b>2.002</b>
Activo Corriente	231	242	236
Activo no Corriente	1.696	1.732	1.766
<b>Pasivo</b>	<b>1.753</b>	<b>1.798</b>	<b>1.812</b>
Pasivo Corriente	157	155	149
Pasivo no Corriente	1.596	1.643	1.663
<b>Patrimonio</b>	<b>173</b>	<b>175</b>	<b>191</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.927</b>	<b>1.974</b>	<b>2.002</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,47</b>	<b>1,56</b>	<b>1,58</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se puede comprobar a través de la razón corriente que el Fideicomiso tiene cubiertas sus obligaciones de corto plazo con holgura y a través de la cuenta Patrimonio también las de largo plazo ya que nada hace suponer que pueda tener dificultades en percibir los tributos comprometidos. Como queda dicho, en fecha posterior al cierre intermedio de junio pasado, se realizó el pago de intereses correspondiente al mes de agosto del año en curso.

#### **Riesgos considerados:**

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

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

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

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

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

Los títulos de deuda que se emitieron alcanzaron un total de UI 510.000.000 (quinientos diez millones de Unidades Indexadas) y se estableció que podían ser emitidos en tres Series de igual valor. De hecho hubo una primera emisión ampliada por UI 340.000.000 y una segunda por UI 170.000.000, es decir, se completó la emisión del total autorizado.

El flujo que compone el activo subyacente del fideicomiso financiero fue aprobado por la IC conforme a derecho según fuera analizado oportunamente en el informe de contingencias jurídicas que acompañó la calificación original.

### Relación de los compromisos asumidos por la IC y su presupuesto

A continuación se presenta una relación entre los ingresos totales estimados por la IC así como de la cobranza descentralizada para el período de repago de estos y otros títulos. Se establece la relación entre las retenciones totales (incluida esta) con la totalidad de ingresos esperada y con la totalidad de cobranza descentralizada esperada, todo expresado en miles de UI. Para ello se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal (2016/2020) actualmente vigente y la cobranza descentralizada verificada según informa periódicamente la IC.

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

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

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

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

En líneas generales se mantiene una estructura presupuestal relativamente constante, estos es, ingresos soportados mayoritariamente con recursos departamentales (70 % en promedio) y un Rubro 0 que representa el 49 % del total de los egresos corrientes.

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

<b>Cuadro 7: cobranza descentralizada</b>	
<b>año</b>	<b>miles de UI</b>
2013	566.605
2014	633.362
2015	729.740
2016	812.149
2017	825.537

Fuente: IC

Puede comprobarse que su evolución es creciente. Por otra parte, a solicitud de CARE, la IC informó que a junio de 2018, la cobranza descentralizada se ubica en torno a los \$ 2.300 millones, equivalente a unas miles de UI 600.000 por lo que, de acuerdo a lo observado en el cuadro precedente, sugiere que se mantiene la tendencia creciente. Esto es consistente con la recaudación alcanzada por el SUCIVE, parte importante de la cobranza descentralizada, que, de acuerdo a lo informado por RAFISA, alcanzó para la IC a julio de 2018 una cifra del orden de UI 352 millones representando un incremento del orden del 7,65 % respecto a igual periodo del año anterior en UI.

Interesa realizar un análisis de suficiencia no ya para este fideicomiso en particular sino teniendo en cuenta todos ellos. En el Cuadro 1 se informan año a año los compromisos financieros asumidos; del mismo se desprende que el desembolso mayor debería hacerse en el año 2020 con miles de UI 225.663; dicha cifra representa 27 % de la cobranza descentralizada registrada en 2017 (Cuadro 7) y será algo menor de confirmarse la tendencia creciente insinuada y 12.5 % de los ingresos totales previstos para el año 2020 (Cuadro 6).

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

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

<b>Cuadro 8: análisis de cobertura Rubro 0 (miles de UI)</b>	
<b>Concepto</b>	<b>2020</b>
Ingresos totales de la IC	1.810.993
Cesiones totales año 2020	225.663
<b>Excedente</b>	<b>1.585.330</b>
Rubro 0 año 2020	762.999
<b>Saldo disponible</b>	<b>822.331</b>

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

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

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

### Análisis de sensibilidad

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

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

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

**Cuadro 9: Sensibilidad con ingresos abatidos 5 % (en miles de UI)**

Años	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2017	1.704.806	149.294	762.999	792.513
2018	1.719.007	150.294	762.999	805.714
2019	1.679.050	207.763	762.999	708.288
2020	1.720.443	225.663	762.999	731.781

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

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

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

### Cuadro 10: Sensibilidad con ingresos abatidos 14 % (en miles de UI)

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

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Puede comprobarse que el análisis de suficiencia sigue siendo positivo. Por otra parte, corresponde recordar que rige un orden de prelación en la cobranza de los fideicomisos según orden cronológico y que esta operación está en el 4to. lugar de un total de ocho (Cuadro 1).

### Riesgos considerados

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

**Riesgo por descalce de monedas.** Se trata de uno muy relevante, ya que introduce en la inversión el riesgo de las variaciones entre la moneda en la que se generan los activos financieros, y aquella a la que se contraen las deudas. En este caso ese riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación, y la recaudación municipal se realiza en pesos que se puede suponer confortablemente que también se ajustarán en 20 años según la inflación. *Riesgo casi nulo.*

## V. EL ENTORNO

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

### Riesgos considerados

En consecuencia no corresponde el análisis del llamado riesgo mercado, como no existe en consecuencia tampoco un análisis del llamado riesgo de políticas públicas sectoriales referidas a ese mercado.

Destaca en cambio el riesgo político, que en este caso a su vez se puede descomponer en dos consideraciones.

1. Por una parte podemos juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aún cambiando los gobiernos nacionales o municipales como en este caso.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara un déficit municipal difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aún existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar. Además, la recomposición de la reputación de la IC respecto de acreedores que son importantes para la realización de obras futuras, o más bien las consecuencias de su eventual desconocimiento haría seguramente muy difícil la gestión municipal.

Con respecto a los temas presupuestarios<sup>7</sup>, tanto la administración actual como lo que se puede colegir del comportamiento de las futuras, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones

<sup>7</sup>. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe bajo el título Análisis de Sensibilidad comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico.

## CUADRO 11 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
PIB Argentina	(ver Nota)		
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 6-09-2018. En el día de ayer 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.

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 prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad; una merma de igual magnitud en la cobranza descentralizada; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

*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 la IC como por RAFISA y 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>8</sup>*

p. Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>8</sup>. CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)  
Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. Grado de inversión con observaciones.