

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

Montevideo, octubre de 2019

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 calificación de la emisión de títulos de deuda de oferta pública del "Fideicomiso Financiero Salto Daymán" 14 - octubre -2019

Plazo:	hasta 15 años desde la fecha de emisión con vencimiento el 5/3/31
Títulos representativos:	Titulos Representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto total de UI 330.000.000 (trescientos treinta millones de Unidades Indexadas)
Activo Fideicomitado:	Cesión de la Intendencia Departamental de Salto de la cobranza descentralizada, incluyendo la realizada a través del SUCIVE.
Emisor:	República AFISA
Fideicomitente:	Intendencia de Salto (IS)
Amortización e intereses:	luego de vencido el período de gracia, en 14 cuotas anuales de UI 37.733.830 cada una (capital e intereses) a partir del 5/3/18.
Gracia:	desde la fecha de emisión, producida en enero de 2017, hasta el 5/3/18 y solo para capital.
Interés:	7 % lineal anual en UI; el primer pago de intereses vence el 5/3/17
Análisis Jurídico:	Asesor Legal de CARE (Dr. Leandro Rama)
Fiduciario:	República AFISA
Entidad Registrante:	BEVSA
Entidad Representante:	BEVSA
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias Departamentales
Calificación de riesgo:	BBB (uy)
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de abril de 2020 ¹

¹. 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 de oferta pública emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Salto Daymán" manteniendo la categoría BBB (uy) de grado inversor.

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos necesarios para la cancelación de pasivos con proveedores, de una línea de crédito con el BROU, de títulos de deuda en favor del BROU (provenientes de dos fideicomisos privados) y la compra de maquinaria vial por medio de un fideicomiso de administración; todo lo cual suma una cifra estimada de UI 315.538.716.

El patrimonio del Fideicomiso ha sido constituido por el flujo de fondos generado por los derechos de créditos presentes y futuros que tiene la IS contra el Fideicomiso SUCIVE (independientemente de quien sea el futuro administrador del SUCIVE) y contra los Agentes Recaudadores, hasta la suma de UI 552.800.000.

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como se señalara en el informe jurídico que se anexara a la calificación original.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranza de tributos en un monto razonable y suficiente.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada según fue diseñado el instrumento aunque de alcance limitado de acuerdo a las características del mercado doméstico.
- El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones

Respecto del destino de la emisión:

- El destino de la emisión mencionado más arriba, es consistente con la votación unánime de la Junta Departamental, (Decreto 6819/2015 de fecha 11 de junio de 2015) que autorizó a la intendencia a tomar crédito por hasta 330 millones de UI detallando límites parciales según instrumentos.

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de la cobranza histórica de tributos en forma descentralizada (SUCIVE y otros)
- La cesión de tributos para el pago de los títulos de deuda de este fideicomiso, representa un porcentaje del orden del 6,65 % (con tendencia decreciente) de los ingresos totales de la IS de acuerdo a la Rendición de Cuentas 2018.

- Por otra parte, practicado el análisis de suficiencia respecto a la cobranza descentralizada correspondiente a los meses de enero y febrero que es lo que, en principio, se fideicomite, el mismo resulta satisfactorio.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- El riesgo político en este caso refiere especialmente al riesgo que por consecuencias inesperadas de la conflictividad que se ha vivido, se pudieran afectar las voluntades conectadas con el repago de los títulos. En definitiva supone que éste, aunque asegurado por el propio mecanismo del fideicomiso, podría no obstante recibir presiones negativas sobre él que hasta el momento no han ocurrido. Es más, la unanimidad de la votación de la Junta aprobando la solución financiera en que se enmarcó esta operación, la intervención favorable del Tribunal de Cuentas y el conjunto de expresiones gubernamentales en favor del apoyo a esta salida constituyeron en su momento una fortaleza agregada. A esto se suma el conjunto de acciones de respaldo por parte del gobierno en diferentes ámbitos detalladas oportunamente por la IS a pedido de CARE y que demuestran la continuidad del apoyo gubernamental a la institucionalidad de la propia intendencia. Todo ello, sumado al paso del tiempo, favorece un panorama positivo en cuanto a la preservación del financiamiento en las condiciones establecidas en el contrato.
- En particular se destaca la unificación y cancelación de todos los pasivos relevantes financieros y con proveedores que tenía la IS en una única operación con financiación a largo plazo, lo que además de permitir una gestión más confortable descomprime una situación incómoda con múltiples acreedores.

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 RAFISA) por un monto nominal total de UI 330.000.000 según documento de emisión de fecha 25/1/17. Estos títulos se emitieron con el respaldo del fideicomiso financiero. Este se compone así:

- Cesión al fideicomiso del flujo de fondos futuro que por concepto de tributos departamentales percibe la IS por medio de fideicomiso SUCIVE y demás agentes de cobranza descentralizada por un monto de hasta UI 552.800.000.
- Los bienes fideicomitados respaldan el repago de los títulos, los intereses devengados y demás gastos que demande esta operación y por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso, se emitió un certificado de participación a favor de la IS que no se califica.

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, de títulos valores nominativos, y han sido emitidos por República AFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Tendrá una duración de 15 años desde la fecha de emisión, previéndose una amortización de 14 cuotas anuales luego de transcurrido el período de gracia que finaliza el 5/3/18. Junto con las amortizaciones se pagan los intereses devengados por lo que las 14 cuotas a abonar serán de UI 37.733.830. El interés pactado en este caso es de un 7 % lineal anual en UI y se paga conjuntamente con cada amortización a excepción del primer pago, efectuado el 5/3/17, en que no hubo amortización de capital. Actúa como entidad registrante y representante la Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA).

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 generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

El comité de calificación estuvo integrado por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve y contó, en ocasión de la calificación original, con la asistencia de su asesor jurídico Dr. Leandro Rama.

2. Antecedentes y hechos salientes del período

Antecedentes

Para atender las obligaciones vigentes al asumir la actual administración y otras a futuro y contando con la aprobación de la Junta Departamental se tomaron a esos efectos, fuentes de financiamiento a largo plazo.

- Por decreto número 6819/2015 de fecha 11 de junio de 2015, la Junta Departamental de Salto autorizó de conformidad con el artículo 301 de la Constitución, realizar todas las operaciones pertinentes a fin de obtener hasta UI 330.000.000 pagaderas en hasta 15 años contados a partir de cada instrumento, pudiendo cancelar con dichos fondos los que se obtengan a corto plazo, sin afectar el monto total de la operación cuya anuencia se solicitó
- Con fecha 16 de junio de 2015 se constituyó el Fideicomiso Financiero Salto VII, con la finalidad de cancelación de pasivos. Dicho fideicomiso emitió a favor del Banco de la República Oriental del Uruguay cuatro Títulos de Deuda de oferta privada por un importe total de hasta UI 105.000.000, y un Certificado de Participación por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso a favor de la IDS.
- Como consecuencia de este fideicomiso, la IS cedió y transfirió flujo de fondos futuros percibidos a través de los Agentes Recaudadores y del Fideicomiso SUCIVE por la suma equivalente de hasta UI 147.000.000 para el respaldo de las emisiones; siendo su vencimiento final el 10 de febrero de 2023.
- Con fecha 25 de setiembre de 2015 se constituyó el Fideicomiso Financiero Salto Arapey, con la finalidad de cancelación de pasivos. Dicho fideicomiso emitió a favor del Banco de la República Oriental del Uruguay un Título de Deuda de oferta privada por un importe de hasta UI 66.000.000 y un Certificado de Participación por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso a favor de la IDS.
- Como consecuencia de este fideicomiso, la IS cedió y transfirió flujo de fondos futuros percibidos a través del Fideicomiso SUCIVE por la suma equivalente de hasta UI 91.300.000 para el respaldo de la emisión; siendo su vencimiento final el 5 de agosto de 2023
- Por Resolución de Directorio número 100/16 de fecha 18 de mayo de 2016, el Banco de la República Oriental del Uruguay, en su carácter de titular de los Títulos de Deuda emitidos bajo el Fideicomiso Financiero Salto VII y el Fideicomiso Financiero Salto Arapey, resolvió cancelar los créditos emergentes de dichos Títulos de Deuda contra el pago del capital adeudado a la fecha de cancelación anticipada, más una comisión por cancelación anticipada del 2,5% sobre el saldo de capital, más los intereses devengados hasta la fecha de la cancelación. Los fondos necesarios fueron obtenidos por el precio de la colocación de los títulos emitidos bajo este contrato de fideicomiso.

- La Intendencia de Salto mantenía una línea de crédito abierta en el Banco de la República Oriental del Uruguay por hasta un importe total de \$ 92.000.000.
- Con esta operación la Intendencia Departamental de Salto, concretó en un solo instrumento financiero la cancelación de los pasivos existentes, con el límite establecido en el decreto 6819/2015 de la Junta Departamental de Salto.
- Es por ello que el señor Intendente de Salto por resolución número 195 de fecha 26 de setiembre 2016 decidió constituir un fideicomiso financiero con la finalidad de obtener recursos mediante la emisión de títulos de oferta pública con el respaldo del patrimonio fideicomitado, constituido por los fondos que se ceden y transfieren a este fideicomiso.
- La finalidad de los fondos obtenidos por el precio de la colocación es la cancelación de los Títulos de Deuda y gastos originados en los fideicomisos financieros anteriormente mencionados, la cancelación de la línea de crédito descrita anteriormente, cancelación de pasivos comprendidos en el Anexo 3 del contrato y la adquisición por medio de un fideicomiso de administración de maquinaria vial que se detalla en el Anexo 4 del mismo documento, por un monto total de hasta UI 330.000.000.
- El financiamiento se ha instrumentado a través de la emisión de títulos de deuda de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso; los cuales serán repagados con el producido de la cesión al Fideicomiso del flujo de fondos futuro que por concepto de tributos departamentales percibe la IS por medio de los Agentes Recaudadores y de Fideicomiso SUCIVE.
- El flujo de fondos futuros provenientes de los Agentes Recaudadores y del Fideicomiso SUCIVE referido en la cláusula anterior es fideicomitado por la IS a República AFISA, en su calidad de Fiduciaria, por hasta la suma equivalente a UI 552.800.000. República AFISA integra este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda de oferta pública por hasta la suma de UI 330.000.000 y la emisión de un certificado de participación a favor de la IS por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso.
- La IS 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 Salto, teniendo la IS derecho a percibir el 100% de la recaudación que hiciera al SUCIVE, fondos que también transfiere al Fideicomiso.
- Con fecha 15 de octubre de 2015 la Comisión de Seguimiento del SUCIVE - creada por art. 3 de la Ley 18.860 - otorgó autorización a efectos de realizar las retenciones necesarias del Fideicomiso SUCIVE en consonancia con la resolución del Sr. Intendente y el decreto de la Junta Departamental de Salto antes referidos.
- En nota del 12/1/18 RAFISA solicita al BCU realizar algunas modificaciones.

- Por último, con fecha 16/5/18, la IS y RAFISA firmaron una modificación y Adenda al contrato original referida a la cancelación de algunas deudas de la IS que, agotadas las gestiones de cobro por parte de ésta, no fue posible hacerlo, así como se modificó el listado de maquinaria y equipos a adquirir. Asimismo se dispuso que los fondos sobrantes sean reintegrados a la IS. Con fecha 17/5/18 el Intendente de Salto comunica lo actuado, en sendas notas a la Junta Departamental de Salto y al Tribunal de Cuentas de la República. Esto en función de lo comunicado por el BCU en nota del 26/1/18.
- De estas modificaciones, la IS dio cuenta al Tribunal de Cuentas de la República y a la Junta Departamental de Salto en sendos oficios nos. 1082/18 y 1083/18 ambos fechados el 4/10/18.
- No se verifican hechos salientes en el periodo informado.

3. Objeto de la calificación e 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 al momento de esta actualización fue la siguiente:

- Calificación original de esta operación y actualizaciones posteriores
- Información actualizada de la cobranza del SUCIVE hasta junio de 2019
- EE.CC intermedios de RAFISA al 30/6/19
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/6/19
- Rendición de Cuentas 2018 de la IS
- Información proporcionada por el Director de Hacienda y Administración de la IS en relación a la Rendición de Cuentas 2018.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda de oferta pública emitidos por el Fiduciario y un certificado de participación por el eventual remanente que tiene como beneficiario a la IS 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 de la recaudación correspondiente a la IS realizada a través del SUCIVE y demás agentes de cobranza descentralizada en los montos acordados.

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

Títulos:	Títulos representativos de deuda
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión.
Monto de la Emisión:	UI 330.000.000
Interés:	7 % 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:	Desde la fecha de emisión (enero 2017) hasta el 5 de marzo de 2031 (aproximadamente 15 años)
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagados en cuotas anuales los días 5 de marzo conjuntamente con la amortización de capital excepto la primera cuota con vencimiento el 5/3/17 en que no habrá amortización.
Amortización del capital:	El capital de los Títulos de Deuda será amortizado en las mismas fechas que el pago de intereses a partir del 5/3/18. En conjunto, serán 14 cuotas de UI 37.733.830.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

Análisis de contingencias jurídicas

En el Anexo I de la calificación original se presentó el informe que recoge el análisis jurídico detallado del Dr. Leandro Rama, respecto de las contingencias jurídicas que pudieran vincularse con el riesgo de repago futuro a los titulares de los títulos a emitirse. En consecuencia se considera innecesario reiterarlo acá.

En suma el informe, que puede consultarse en el Anexo 1 de la calificación original, culmina:

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

Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC al cierre intermedio del 30/6/2019 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 647.428. Esto supone un incremento del orden del 10,64 % respecto al que tenía al 31/12/2018. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Activo	727.658	705.262	637.392
Activo Corriente	162.513	261.447	249.236
Activo no Corriente	565.145	443.815	388.155
Pasivo	80.230	120.097	81.887
Pasivo Corriente	62.227	101.326	57.829
Pasivo no Corriente	18.004	18.772	24.058
Patrimonio	647.428	585.164	555.505
Pasivo y Patrimonio	727.658	705.262	637.392
Razón Corriente	2,61	2,58	4,31

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados del primer semestre de 2019, la firma sigue mostrando resultados positivos, en este caso muy superiores a los exhibidos en el mismo período del ejercicio anterior. Particularmente se muestra un importante incremento en los resultados brutos, producto de una mejora en los ingresos y menores costos administrativos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a junio de 2019 y su comparativo con el mismo periodo del ejercicio anterior.

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

Concepto	30-Jun-19	30-Jun-18	31-Dec-18
Ingresos Operativos	142.614	127.854	290.623
Gastos de Adm y Ventas	(96.383)	(113.806)	(283.795)
Resultado Operativo	46.231	14.048	6.828
Resultados Diversos	120		56
Resultados Financieros	36.115	36.132	53.691
IRAE	(20.228)	(12.485)	(15.910)
Resultados del periodo	62.238	37.696	44.665

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2019, 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 firmado el 20 de octubre de 2016 entre RAFISA y la IS (parcialmente modificado el 16/5/18). En aplicación de dicho contrato, se consideró un aporte inicial realizado en el mes de octubre de 2016 equivalente al activo fideicomitado por un valor actualizado de UI 349.729.553 o sea \$ 1.221.955.059 según cotización de la UI a la fecha: \$ 3,494.

La emisión de los títulos, según consta en el documento de emisión de fecha 25/1/17, se realizó por el monto previsto de UI 330 millones.

Según informe del Director de Hacienda y Administración de la IS, en el mes de marzo de 2019 el fideicomiso de administración constituido a esos efectos, da por terminada la adquisición de maquinaria y vehículos correspondiente. También se informó que en 2018 se dio por terminado el proceso de cancelación de pasivos.

En el mes de marzo de 2018 comenzó la amortización según estaba previsto. A la fecha entonces se llevan canceladas dos cuotas de las 14 previstas. El cronograma restante se informa a continuación en el cuadro que sigue.

Cuadro 3: Cronograma de ingresos y pagos del Fideicomiso (miles UI)

año	Ingresos	amortizaciones	intereses	total egresos
2020	39.000	16.754	20.980	37.734
2021	39.000	17.927	19.807	37.734
2022	39.000	19.182	18.552	37.734
2023	39.000	20.525	17.209	37.734
2024	39.000	21.961	15.772	37.733
2025	39.000	23.499	14.235	37.734
2026	39.000	25.144	12.590	37.734
2027	39.000	26.904	10.830	37.734
2028	39.000	28.787	8.947	37.734
2029	39.000	30.802	6.932	37.734
2030	39.000	32.958	4.776	37.734
2031	39.000	35.265	2.469	37.734
Totales	468.000	299.708	153.099	452.807

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

En el cuadro siguiente se informa resumidamente las principales partidas del estado de situación intermedio del fideicomiso al 30/6/19 y su comparativo con el cierre anterior.

Cuadro 4: Estado de Situación Financiera del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Activo	1.358.393	1.418.792	1.406.648
Activo Corriente	159.596	158.913	177.540
Activo no Corriente	1.198.797	1.259.879	1.229.108
Pasivo	1.317.100	1.374.759	1.333.850
Pasivo Corriente	102.629	139.942	129.220
Pasivo no Corriente	1.214.471	1.234.818	1.204.630
Patrimonio	41.293	44.033	72.798
Pasivo y Patrimonio	1.358.393	1.418.792	1.406.648
Razón Corriente	1,56	1,14	1,37

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede observarse que, tanto la liquidez como la solvencia no ofrecen dificultades.

Riesgos considerados:

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

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

El flujo que compone el activo subyacente del fideicomiso financiero y su cesión al fideicomiso deriva de la norma que dispone la creación del fideicomiso financiero de tributos departamentales, que el Intendente hizo suya con fecha 26 de setiembre de 2016.

Las cesiones se harán en los meses de enero y febrero según el siguiente cronograma:

Año 2017 UI 6.800.000; años 2018 a 2031 a razón de UI 39.000.000 por año todo lo cual conforman el total de UI 552.800.000. Este cronograma se viene cumpliendo según lo previsto; el saldo restante se puede consultar en el Cuadro 3.

En caso de no ser suficiente, se seguirá reteniendo en los meses subsiguientes hasta completar el monto comprometido.

Al producirse la cancelación anticipada de los dos fideicomisos anteriores, automáticamente se cancelaron las cesiones preexistentes de tributos que los respaldaban quedando en consecuencia ésta sola cesión que motiva el presente.

Como se ha mencionado anteriormente la IS se ha comprometido en el propio Contrato de Fideicomiso a comunicar a CARE y/o al fiduciario cualquier otro financiamiento que contraiga (Cláusula 24.6 del Contrato de Fideicomiso). Esto hasta el momento no ha ocurrido.

Relación de los compromisos asumidos respecto al presupuesto

Corresponde verificar la magnitud de estos compromisos en relación al presupuesto de la IS. Una de las consecuencias de las dificultades políticas que atravesó la nueva administración fue no haber conseguido los votos necesarios en la Junta Departamental para aprobar un nuevo presupuesto por el período 2016 a 2020; en consecuencia, se mantiene vigente el presupuesto del quinquenio anterior con algunas modificaciones que a lo largo del periodo la administración actual logró introducir.

En virtud de esta peculiar situación presupuestal se prefirió realizar el análisis de suficiencia en base a la última Rendición de Cuentas disponible; en este caso se trata la del año 2018.

Cuadro 5: Rendición de Cuentas 2018

Concepto	millones \$	miles UI
Ingresos totales	2.282	586.346
De origen departamental	1.272	326.833
De origen nacional	1.010	259.513
Egresos totales	2.260	580.693
Personales	1.024	263.111
Otros egresos	1.236	317.583
Resultado del Ejercicio	22	5.653

Fuente: IS

Nota: conversión a UI realizada por CARE s/ cotización al 30/6/18 (3,8919)

La Rendición de Cuentas se presenta en moneda nacional, a efectos de facilitar la comparación con las obligaciones contraídas que se expresan en UI, CARE hizo la conversión haciendo el supuesto que la cotización promedio de la UI se refleja en el valor que tenía al 30/6/18 que era de 3,8919. Se sabe que no todas las partidas tienen un comportamiento lineal por lo cual, al expresarlas en UI según el criterio expuesto, debe tomarse como una aproximación a la realidad. De acuerdo al cuadro precedente, que informa el resultado de las partidas presupuestales, el mismo es positivo pero si se consideran los resultados extrapresupuestarios, el resultado es deficitario en una cifra del orden de UI 37 millones. De cualquier forma, supone una mejora relativa respecto a la rendición de 2017.

Respecto al Rubro 0 (remuneraciones personales) se aclara que el rubro inversiones incluye partidas por este concepto por lo que la cifra real se incrementa a (millones) \$ 1.469 manteniendo la relación de 65 % del total de egresos; aunque con una nómina de funcionarios 4 % menor al año anterior.

Más allá de estos resultados, se recuerda que la nota conferida en esta calificación se fundamenta en la fortaleza de la estructura fiduciaria, con flujo de activos fideicomitidos de cesión automática.

CARE reitera el análisis de suficiencia practicado en la anterior actualización con la información que surge de la rendición 2018 complementada con lo informado por la Dirección de Administración y Hacienda. Se recuerda que con el mismo se procura establecer, como mínimo, la indemnidad del Rubro 0.

Con este criterio, en el cuadro siguiente se establece la relación entre los ingresos totales (según RC 2018) con los compromisos derivados de este fideicomiso.

Cuadro 6: Disponibilidad de la IDS

Concepto (RC 2018)	miles UI
Ingresos Totales	586.346
Tributos cedidos	(39.000)
Remanente	547.346
Rubro 0	377.452
Disponibilidad	169.894

Fuente: CARE en base IDS y RAFISA

Se reitera que la cifra correspondiente al Rubro 0 en el cuadro precedente, incluye partidas de dicho rubro que en el Cuadro 5 se presentan dentro del rubro inversiones lo que explica la diferencia que se puede observar.

Puede observarse que, el remanente luego de cancelar las obligaciones con el fideicomiso es suficiente para cubrir el monto de gastos personales.

Las cesiones comprometidas son UI 39 millones lo que representa un 6,65 % del total de los recursos percibidos en 2018 (disminuyendo en casi un punto porcentual la relación verificada con los datos de 2017 debido al incremento real de los ingresos).

Interesa no obstante comparar el monto comprometido respecto a los bienes fideicomitidos. Estos son el producto de la cobranza descentralizada, en principio, por los meses de enero y febrero de cada año. En el cuadro siguiente se informa la recaudación histórica obtenida por la IS por ese concepto desde el año 2013 a febrero de 2018. En la primera línea se informa el total de lo recaudado en los meses de enero y febrero (aunque se aclara que de no ser suficiente se retendrá de los meses subsiguientes). Puede observarse la suficiencia de la recaudación esperada; la serie muestra un mínimo de miles de UI 88.334 en el año 2015 y un máximo de miles de UI 114.122 en 2018 para una cesión comprometida de miles de UI 39.000.

No se dispone aún de la recaudación descentralizada parcial por el corriente año 2019. Como forma de aproximación a lo que se puede esperar de la misma, CARE obtuvo de RAFISA la recaudación verificada para los meses de enero y febrero del corriente año del SUCIVE correspondiente a Salto.

Cuadro 7: Cobranza descentralizada histórica, enero/febrero (miles de UI)

enero y febrero de cada año	2015	2016	2017	2018	2019
Recaudación descentralizada	88.334	102.359	111.025	114.122	
SUCIVE	44.730	46.565	50.275	51.645	50.554
Relación SUCIVE/TOTAL	51%	45%	45%	45%	

Fuente: CARE en base RAFISA e IDS

Del cuadro precedente se observa que la recaudación del SUCIVE (que representa alrededor del 45 % de la cobranza descentralizada) mantiene una tendencia creciente (más allá de la leve caída que se puede observar en el primer bimestre de 2019 respecto a 2018) por lo que se puede asumir confortablemente que otro tanto ocurrirá con el total de la cobranza descentralizada.

Puede comprobarse asimismo que el compromiso anual, establecido en miles de UI 39.000, puede cubrirse solo con la recaudación del SUCIVE de los dos primeros meses del año. Detalle no menor puesto que se trata de fondos recaudados por un fideicomiso que tiene la instrucción de atender prioritariamente las necesidades del fideicomiso que nos ocupa.

Análisis de sensibilidad

Si bien, como se señala en los párrafos precedentes, el compromiso asumido en estos fideicomisos afecta a una porción relativamente menor de los ingresos de la IS, de acuerdo a la metodología de CARE, resulta pertinente analizar que pasaría en un contexto recesivo que provocara una caída en los ingresos.

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 actualmente se reconoce un enlentecimiento relativo en la economía del país, ningún analista pronostica una caída significativa en el PBI, al menos en el corto plazo. En tal sentido, a modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos del 14 % real, similar a la producida en la última gran crisis. Interesa comprobar la suficiencia de recursos de forma de no comprometer el pago de sueldos según deriva de la metodología de CARE.

En el cuadro siguiente se estiman los fondos, que a estos efectos se denominan de "libre disponibilidad" que tendría la IS luego de abatidos los ingresos presupuestales en un 14 % y deducidos los tributos cedidos. La cifra resultante se compara con los compromisos salariales.

Cuadro 8: Análisis de Sensibilidad	
Concepto (año 2018)	miles UI
Ingresos Totales abatidos en 14 %	504.258
Tributos cedidos	(39.000)
Remanente	465.258
Rubro 0	377.452
Disponibilidad	87.806

Fuente: CARE en base IDS y RAFISA

Puede comprobarse que aún en caso de una caída (no prevista) de un 14 % de los ingresos, la IS dispondría de recursos suficientes para atender los compromisos financieros emergentes de esta operación y el Rubro 0.

Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior existe una razonable seguridad que la IDS no tendría dificultades en generar los flujos necesarios para cumplir con las cesiones de tributos comprometidas en los fideicomisos. Máxime teniendo en cuenta su escasa dimensión relativa y particularmente el mecanismo previsto de cesión directa de un fideicomiso a otro. No obstante, desvíos de relativa importancia en las proyecciones obligarían a la IS a rever algunos gastos, aunque no se advierten riesgos que pongan en duda atender como mínimo el Rubro 0. *Riesgo bajo.*

Riesgo por descalce de monedas. 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 generar flujos. No hay por tanto un mercado a analizar ya que el flujo se genera por decisiones políticas de la IS y del Gobierno Nacional, 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.

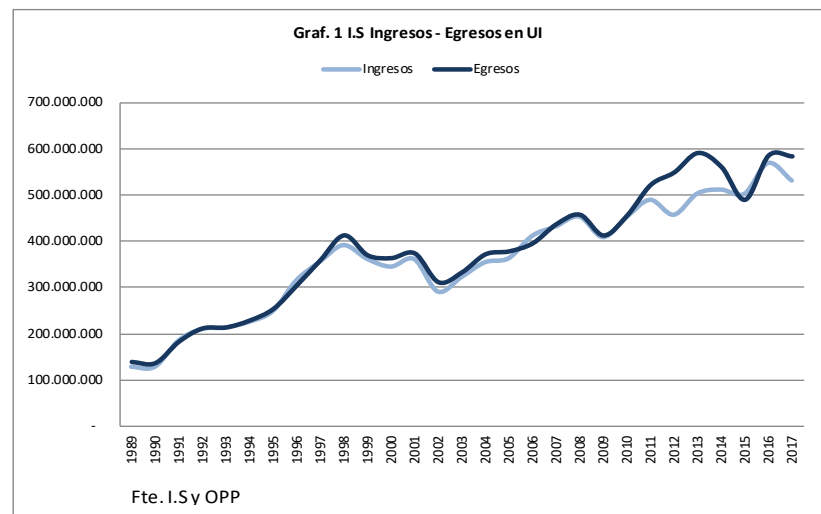
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IS con anuencia de la Junta Departamental respectiva, por decisión unánime, e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes 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 amplia mayoría. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar.

Si bien no se puede descartar totalmente alguna tensión sobre el sistema; en el momento actual esto parece haberse atenuado más aun considerando el tiempo transcurrido desde la emisión.

Sin perjuicio de lo señalado en el párrafo anterior, resulta difícil pensar que el riesgo político pudiera afectar la construcción jurídica dadas las propias características del fideicomiso. Adicionalmente el gobierno nacional, ha dado señales de apoyo a la solución que plantea esta operación así como a la administración municipal en general a través de distintas acciones que suponen un fuerte compromiso con el éxito de su gestión. Precisamente, a pedido de CARE la IS detalló oportunamente un conjunto de disposiciones gubernamentales que demuestran la continuidad del apoyo a la institucionalidad de la Intendencia.

Con respecto a los temas presupuestarios⁴ y más allá de la evolución actual del déficit, no parece que las conductas respecto del gasto 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 serio peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a este, el que 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.

La información presupuestal de la IS se refleja en la gráfica siguiente



Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las Intendencias cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba a comienzos del mes de setiembre de 2019 con un índice de riesgo país de 160 puntos básicos; se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública.

En el cuadro siguiente se ilustra sobre las proyecciones presupuestales del país.

⁴ CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

CUADRO 9. Proyecciones y expectativas - Setiembre 2019

A Mundo (var. % c/ período previo)	2018	2019	2020
PIB mundial (vol. físico)	3,8	3,2	3,5
PIB países desarrollados	2,2	1,9	1,7
PIB Brasil	1,1	0,8	2,4
PIB Argentina	<i>(ver Nota al pie)</i>		
Tasa interés Dep 6M %	2,5	2,4	2,3
B Uruguay			
PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota)	1,6	0,7	2,6
Exportaciones FOB bienes y serv.- Var.% c p. prev. En USD	-4,9	3,6	8,0
Import. CIF bienes y serv var. % USD s/ Petróleo	2,8	-6,9	2,0
IPC (var. % c/ período previo)	7,6	7,5	7,0
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	7,1	13,3	7,7
IMS (var real prom anual)	0,2	1,9	0,6
Ocupación Var.% con período previo	-0,3	-0,3	1,8
C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)			
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	0,5	0,0	0,4
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-2,9	-3,4	-2,9
Deuda Bruta / PIB	64,2		
D Expectativas Enc. Mensual BCU 8/2019 para 2019 y 2020			
Año 2018 real ver en A.	2018	2019	2020
PIB (Var. Anual en vol físico)		0,4%	1,74%
Empleo (Var. % /año previo)		0,2%	0,50%
IPC (variación prom. anual)		7,8%	7,6%
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período) *		36,7	38,0
Devaluac año calendario *		13,3%	3,5%
Resultado Global S. Público % PIB *		-3,2%	-3,2%

CARE en base a A: Update 7/2019 FMI para 2018 y 2019, 2020 (Nota para Argentina 14-9-2019; En agosto 2018 la mediana de expectativas de crecimiento real del PIB del REM/BCRA fueron de -2,5% y para 2020 de -1,1%; la mediana de inflación es del 55% para 2019. y de 38% para 2020) - B y C: . Proyecciones 2019 y 2020 MEF /PE Rendición Ctas. 2018 con inf. Al 5/9/2019. A las proyecciones de déficit Global del SPNF, hay que agregarle las proyecciones del PE según Ley 19,590 "Efecto Cincuentones": para 2018, 2019 y 2020 correlativamente: 1,3, 1,2 y 0,96. D. Expectativas Enc Mensual BCU agosto 2019.

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 bajo.

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 la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

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 inversor⁵.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez

⁵. Categoría 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. **Grado de inversión mínimo.**