

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A PARTIR DEL DENOMINADO “FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO AGROALIMENTARIO”

Montevideo, abril de 2018

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

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A PARTIR DEL DENOMINADO
"FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO AGROALIMENTARIO"
9 -de abril -2018**

Plazo de los títulos, Títulos de Deuda:	20 años a contar desde la primera fecha de pago de capital. Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por hasta la suma de UI 240 millones de Valor Nominal
Activo Fideicomitado:	Cesión de la Intendencia de Montevideo de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE).
Emisor: Fideicomitente:	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA) Intendencia Departamental de Montevideo (IM)
Amortización:	El capital de los TTDD será amortizado en cuotas bimensuales luego del período de integración, estimado en 5 años.. La IM se reserva el derecho de realizar cancelaciones anticipadas dentro de cada año.
Pago de intereses:	mensualmente durante el período de integración (estimado en 5 años) y luego en cuotas bi mensuales conjuntamente con la amortización de capital.
Tasa:	A determinar previo a la emisión con un tope de 8 % según Decreto No. 36.464 de la Junta Departamental.
Fiduciario:	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA)
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A- uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril del 2019
Manual:	Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha calificado los títulos de deuda de oferta pública emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Fondo Agroalimentario" con la categoría A- uy de grado inversor.

La finalidad del Fideicomiso es la obtención de fondos por parte de la IMM para el financiamiento de parte del proyecto del Parque Agroalimentario de la Unidad Alimentaria de Montevideo, declarado de interés nacional. A efectos de cumplir con dicha finalidad, el Fiduciario procederá a emitir Títulos de Deuda por hasta UI 240 millones y llevar adelante las instrucciones necesarias a efectos de cumplir con tal finalidad, todo de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso.

El repago de los títulos estará respaldado con la parte de cobranza de tributos del SUCIVE que transferirá la IMM en forma bimensual (meses impares) a razón de UI 3.7 millones hasta cancelar la totalidad de los títulos emitidos, los intereses y los fondos necesarios para cubrir otros gastos inherentes a esta operación.

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 realiza al amparo de la Ley 17.703 y por las razones que se desarrollan en profundidad en el informe jurídico que acompaña esta calificación, "el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos estructurales en el proceso de emisión"
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

Respecto de la Administración:

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos.
- Se destaca la creación de una Comisión Especial, órgano político con representación de la oposición que no integra la estructura administrativa pero con función de seguimiento de lo actuado, y la figura del Agente Certificador, un tercero independiente que tendrá la función de contralor de las actuaciones en lo concerniente a la realización de la obra pública y a la contratación de la misma

Respecto de los flujos proyectados:

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda (de éste y otro fideicomiso anterior) representa, en términos anuales, un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (2,35 %) y aún de la cobranza que se cede, menos del 10,5 % de la misma. Si bien, la IMM declara tener otra afectación de recursos, que se analizará más adelante, la misma no reviste una magnitud tal que invalide esta aseveración, y no interfiere con la cesión del SUCIVE a este fideicomiso en tanto proviene de otra fuente.
- 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 severo análisis de sensibilidad practicado por CARE, reproduciendo en este caso la situación de ingresos de los años 2001/2003, dejando cubierto el Rubro 0 según su metodología, resultó satisfactorio.
- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IM, tanto la propia como la de origen nacional.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- La votación lograda en la Junta, la intervención del Tribunal de Cuentas, así como la creación de estructuras de supervisión de amplia base política, permiten contemplar satisfactoriamente los aspectos del riesgo político que podrían afectar la situación de los compromisos asumidos en esta operación. Por otra parte, otras fortalezas de la naturaleza misma de la estructura colaboran en este sentido.
- No se advierten otros riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación, que no estén debidamente contemplados. en particular se destacan los compromisos contractuales para resguardar el rubro de retribuciones personales¹.

¹. Cláusula 26, Contrato de Fideicomiso

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos por REPUBLICA AFISA (en adelante RAFISA) en su calidad de Administradora Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Fondo Agroalimentario (FFFAG) por un monto total de hasta la suma de UI 240.000.000 que serán adquiridos por los beneficiarios. Los títulos que se califican se emiten con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos futuro que por concepto de cobro de tributos departamentales, comprendidos en el SUCIVE, es fideicomitado por la IMM a RAFISA por hasta la suma necesaria para cubrir la cancelación de los títulos, los intereses comprometidos y todos los gastos inherentes a la implementación y administración de esta operación. Esta suma se integrará a razón de hasta UI 3.7 millones bimensuales a partir del mes de enero siguiente a la fecha de emisión más los fondos necesarios para cubrir los gastos del fideicomiso, por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y Gastos del Fideicomiso.

RAFISA integrará este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada; el eventual remanente a la extinción del fideicomiso será transferido a la IMM.

Los tributos a fideicomitar por parte de la IMM son los derechos de crédito transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso, correspondientes a los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, por el cobro de los tributos de Patente de Rodados y otros ingresos que recaude el SUCIVE. 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 IMM 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 firma 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 corresponde³.

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.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores nominativos, indivisibles y pertenecerán en una primera instancia al beneficiario (los inversores) y serán emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se amortizarán en un período de 20 años en 120 cuotas bimensuales iguales y consecutivas conjuntamente con los intereses. Esto comenzará a partir del mes de febrero siguiente a la última integración previéndose un período de integración de hasta 5 años desde la fecha de suscripción de los Títulos.

El Fideicomitente tendrá la facultad de solicitar al Fiduciario rescate anticipado de la totalidad o parte de los títulos emitidos, según Prospecto. Esto es, hasta un máximo de UI 80 millones; eEsta facultad podrá ejercerse a partir del primer pago de capital e Intereses

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

2. Antecedentes generales

El análisis detallado de los antecedentes formó parte del análisis de contingencias jurídicas el que se puede consultar en el Anexo 1 del presente informe. Una síntesis de los mismos se expone a continuación.

- a. Por Decreto de la Junta Departamental de Montevideo N° 36.464 de fecha 28 de Setiembre de 2017, se creó el Fondo Agroalimentario con la finalidad de financiar, en parte, la construcción de las obras de infraestructura a cargo de la Unidad Agroalimentaria de Montevideo (UAM) para su proyecto de Parque Agroalimentario.
- b. El artículo 7 de este decreto crea una Comisión Especial que estará integrada por 7 ediles titulares, 4 de ellos pertenecientes a los partidos políticos con representación en la Junta que no hayan obtenido el cargo de Intendente. Este órgano tiene competencias de seguimiento y monitoreo de las obras a ejecutar por la UAM, el proyecto de urbanización a definir en los predios donde actualmente está emplazado el Mercado Modelo, informar en forma semestral al plenario de la Junta sobre la marcha de las obras así como realizar las observaciones que entiendan del caso.
- c. Dicho Fondo se financiará con los ingresos obtenidos por la Intendencia provenientes del SUCIVE, por los montos anuales necesarios para realizar el repago de un capital de hasta UI 240.000.000 (Unidades Indexadas doscientos cuarenta millones) más intereses, gastos de estructuración y administración del financiamiento; y eventualmente con otros recursos aportados por la Intendencia.

- d. El Decreto habilitó a la Intendencia a constituir un Fideicomiso mediante el aporte de activos del Fondo.
- e. Con fecha 25 de diciembre de 2017, por Resolución N° 5817/17 el Intendente de Montevideo resuelve constituir el Fideicomiso Financiero y ceder al mismo activos del Fondo provenientes de la recaudación del SUCIVE.
- f. Con fecha 21/12/17 la Comisión de Seguimiento del SUCIVE - creada por art. 3 de la Ley 18.860 - otorgó el aval a la IM para afectar sus ingresos del sistema por hasta los importes comprometidos en la estructura, en consonancia con la resolución del Sr. Intendente y el decreto de la Junta Departamental de Montevideo antes referidos.
- g. En virtud de ello, las partes constituyen el Fideicomiso, mediante el cual el Fideicomitente cede créditos provenientes del Fondo Agroalimentario con el fin de que a través del mismo se emitan Títulos de Deuda a favor de los Titulares y con el producido de la emisión, el Fondo Agroalimentario financie en parte el proyecto del Parque Agroalimentario de la Unidad Alimentaria de Montevideo, de acuerdo a los términos y condiciones que se establecen en el Contrato de Fideicomiso.

3. Objeto de la calificación, procedimientos operativos 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.

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

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

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

Los puntajes a los diferentes indicadores se asignan según escalas previamente establecidas recogidas en el manual.⁴

A partir del puntaje global se asigna la nota según las equivalencias establecidas en tabla correspondiente del manual.

La información analizada en esta oportunidad incluye entre otros los siguientes documentos ⁵:

- Contrato de Fideicomiso
- Prospecto Informativo
- Diversas disposiciones emitidas por los órganos competentes descriptas en el Informe Jurídico (Anexo 1)
- EE.CC de la fiduciaria al 31/12/17
- Actualización de la recaudación del SUCIVE a diciembre de 2017
- Estimación del cronograma de pagos realizado por RAFISA.
- Presupuesto de la IMM
- Informe de calificación de CARE y sus actualizaciones del "Fideicomiso Financiero Fondo Capital I"

⁴ . Véase Tabla 1 del mismo.

⁵ . CARE aún debe recibir la documentación definitiva a confeccionarse antes de la emisión.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán 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:

Títulos:	Títulos de Deuda escriturales
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
Monto de Emisión:	Hasta UI 240.000.000
Interés:	A determinar en el momento de la emisión con un máximo de 8 % efectivo anual.
Plazo:	Hasta 20 años a partir de la primera fecha de pago de capital. Esto será una vez terminado el periodo de integración estimado en un máximo de 5 años a partir de la fecha de suscripción de los Títulos.
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda serán cancelados en cuotas mensuales durante el período de integración y posteriormente en cuotas bimensuales conjuntamente con la amortización de capital.
Amortización de capital:	El capital comenzará a amortizarse luego de culminado el período de ejecución, en cuotas bimensuales por un período estimado en 20 años los meses impares. El Fideicomitente tiene la facultad de solicitar cancelación anticipada de los Títulos según términos que se establecerán en cada documento de emisión.
Activo fideicomitado:	Flujo de Fondos por UI 3.7 millones bimensuales hasta alcanzar la suma necesaria para que el Fideicomiso cancele todas las obligaciones emergentes del Contrato. El flujo provendrá de los créditos presentes y futuros que la IMM 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.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA)
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)
Calificación de Riesgo:	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 acompaña a éste como Anexo 1. En él se tuvieron en cuenta como antecedentes relevantes el contrato de Fideicomiso Financiero SUCIVE y la Adhesión de la Intendencia Departamental de Montevideo; el Dictamen de Tribunal de Cuentas de la República, el aval de la Comisión de Seguimiento del SUCIVE y los actos administrativos correspondientes.

El citado informe recorre las contingencias subjetivas referidas al fiduciario, al fideicomitente y a la formación de la voluntad departamental, y al SUCIVE. Y también las contingencias objetivas vinculadas al cumplimiento con el pago de los títulos, entre otras el mecanismo y condiciones de pago de las obras a desarrollarse en el llamado Parque Agroalimentario de Montevideo, las afectaciones previas sobre el mismo flujo de créditos departamentales, y las competencias de la Asamblea de Titulares.

De las consideraciones del informe se destaca al comienzo que:... *“puede adelantarse como concepto general que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores...”*.

Más adelante:

...se constata la conformación válida y eficaz de la voluntad de los contrayentes para obligarse en este contrato...

El 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, y no se advierten 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 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 del 31/12/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 555.505, prácticamente igual que el año anterior. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,31. 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	31-Dec-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Activo	637.392	636.880	714.204
Activo Corriente	249.236	219.778	457.830
Activo no Corriente	388.155	417.102	256.374
Pasivo	81.887	78.969	96.271
Pasivo Corriente	57.829	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.058	20.433	8.621
Patrimonio	555.505	557.910	617.932
Pasivo y Patrimonio	637.392	636.880	714.204
Razón Corriente	4,31	3,75	5,22

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una disminución en su facturación del orden del 12 % respecto al ejercicio anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado ya que los gastos de administración y ventas se mantienen relativamente constantes. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a diciembre de 2017 y su comparativo con los dos ejercicios anteriores.

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

Concepto	31-Dec-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Ingresos Operativos	270.590	307.513	321.020
Gastos de Adm y Ventas	(225.274)	(217.054)	(206.613)
Resultado Operativo	45.316	90.458	114.408
Resultados Diversos	622	84	41
Resultados Financieros	17.636	29.802	84.555
IRAE	(16.323)	(31.299)	(49.938)
Resultados del Ejercicio	47.251	89.044	149.066

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva y pese a la caída en los resultados, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 31 de diciembre de 2017, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

Riesgos considerados:

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

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

Los títulos de deuda que se emitirán alcanzarán un total de hasta UI 240.000.000. Los mismos se amortizarán en 120 cuotas bimestrales una vez concluido el periodo de integración estimado en 5 años. Los primeros 5 años, período de integración, solo se pagarán intereses en forma mensual. 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 IMM.

Si bien el repago de los títulos no se vincula con la buena marcha de la construcción del Parque Agroalimentario, es importante destacar que habrá una Comisión Especial que estará integrada por 7 ediles titulares, 4 de ellos pertenecientes a los partidos políticos con representación en la Junta que no hayan obtenido el cargo de Intendente y que, además, está prevista la fuente de financiamiento complementaria a esta, que posibilite la culminación en tiempo y forma de la totalidad de la obra.

Este órgano, la Comisión Especial, tiene competencias de seguimiento y monitoreo de las obras a ejecutar por la UAM, el proyecto de urbanización a definir en los predios donde actualmente está emplazado el Mercado Modelo, informar en forma semestral al plenario de la Junta sobre la marcha de las obras así como realizar las observaciones que entiendan del caso.

Análisis de Suficiencia

En este sentido, un aspecto a considerar es la afectación previa que existe sobre el mismo caudal de créditos. En efecto, la recaudación futura del SUCIVE que respalda esta operación, también respalda una operación anterior, análoga a ésta, aunque de mayor dimensión, el denominado "Fideicomiso Financiero Fondo Capital I" también calificado por CARE. Corresponde entonces realizar el análisis de suficiencia tomando en cuenta ambos compromisos asumidos por la IMM.

En el cuadro siguiente se incluye un cronograma tentativo de pago de los títulos (amortización e intereses) de ambos fideicomisos en conjunto. Se supuso un escenario conservador con tasas de interés cercanas al tope máximo. El Fideicomiso anterior prevé una emisión máxima de UI 940 millones mientras que éste UI 240 millones de ahí que la columna de amortización sume al final del periodo de ambos UI 1.180 millones. La cesión de tributos para atender estas obligaciones fue de UI 18 millones bimensuales en el anterior mientras que en este es de UI 3.7 millones lo que hace un total de UI 21.7 millones bimensuales o UI 130.2 millones anuales.

Cuadro 3: Cronograma tentativo de pagos máximo (miles de UI)

año	pago	capital	intereses	Cesiones	excedente
2018	72.804		72.804	108.000	35.196
2019	72.804		72.804	108.000	70.392
2020	72.804		72.804	108.000	105.588
2021	87.320	6.507	80.813	130.200	148.468
2022	138.882	52.215	86.667	130.200	139.786
2023	126.750	43.395	83.355	130.200	143.236
2024	126.749	46.801	79.948	130.200	146.687
2025	126.750	50.477	76.273	130.200	150.137
2026	126.750	54.440	72.310	130.200	153.587
2027	126.749	58.715	68.034	130.200	157.038
2028	126.750	63.328	63.422	130.200	160.488
2029	126.749	68.303	58.446	130.200	163.939
2030	126.750	73.670	53.080	130.200	167.389
2031	126.749	79.459	47.290	130.200	170.840
2032	126.750	85.705	41.045	130.200	174.290
2033	126.749	92.441	34.308	130.200	177.741
2034	126.750	99.709	27.041	130.200	181.191
2035	126.749	107.548	19.201	130.200	184.642
2036	126.750	116.007	10.743	130.200	188.092
2037	21.774	16.708	5.066	22.200	188.518
2038	21.774	17.878	3.896	22.200	188.944
2039	21.774	19.129	2.645	22.200	189.370
2040	21.774	20.468	1.306	22.200	189.796
2041	7.258	7.136	122	22.200	204.738
Totales	2.313.462	1.180.000	1.133.423	2.518.200	

Fuente: RAFISA

En el cuadro precedente se puede comprobar como las cesiones de tributos comprometidas son suficientes para cancelar las emisiones de ambos fideicomisos.

Habiendo comprobado la suficiencia de los tributos cedidos, interesa conocer cuanto representan estos compromisos respecto al total de la recaudación por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE) y aún respecto a la totalidad de los recursos de la IMM.

En tal sentido, a continuación se expone en el cuadro siguiente, en forma resumida, las principales partidas del presupuesto de la IMM actualmente vigente expresadas en millones de UI.

Cuadro 4: Presupuesto I. Montevideo 2016 a 2020 a valores de diciembre 2014 (millones UI)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Recursos totales	5.265	5.334	5.409	5.479	5.532
Recursos propios	4.732	4.779	4.826	4.874	4.922
Ingresos Vehiculares	1.339	1.352	1.366	1.379	1.393
Otros propios	3.393	3.426	3.460	3.495	3.529
Recursos Gobierno Central	533	556	583	605	610
Egresos	5.055	5.062	5.055	4.979	4.938
Gastos de Funcionamiento	1.608	1.615	1.610	1.602	1.594
Retribuciones personales	2.547	2.547	2.547	2.547	2.547
Inversiones	764	764	762	695	661
Junta Departamental	136	136	136	136	136
Resultados antes de amortizaciones	210	271	354	498	593
Amortizaciones financieras largo plazo (1)	206	225	291	411	496
Superávit para amortizar crédito BROU	-	35	35	35	35
Superávit afectado a déficit acumulado	4	11	28	53	62
Resultado final	0	0	0	(0)	0

(1) Incluye amortización y gastos del Fondo Capital;

Nota: la conversión a UI se hizo según cotización al 31/12/14, 2,9632

Fuente: Presupuesto quinquenal de la Intendencia de Montevideo aprobado por la Junta Departamental

Por otra parte, la recaudación real del SUCIVE correspondiente a la IMM se situó en 2017 en el orden de las UI 1.235 millones registrando un incremento sostenido desde el año 2013 según se puede apreciar en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Recaudación SUCIVE (millones UI)

Año	Monto	Incremento
2017	1.235	11%
2016	1.109	9%
2015	1.013	19%
2014	849	15%
2013	739	

Fuente: RAFISA

En términos anuales, el compromiso de tributos a fideicomitar es de UI 130.2 millones en los años de máximo compromiso (entre 2021 y 2036) entre ambas operaciones. Esto representa 2,35 % de los recursos totales de la IMM para el año 2020 y 10,5 % de la recaudación del SUCIVE del 2017 con el agregado que si la evolución de la misma se mantiene creciente como hasta ahora, dicho porcentaje irá decreciendo. Si bien la recaudación no se distribuye homogéneamente, los bimestres de menor recaudación representan aproximadamente el 10 % del total (UI 123.5 miles) cifra muy superior al compromiso bimensual conjunto (UI 21.7 miles).

Otras cesiones

Según cláusula 26 literal d del contrato de fideicomiso, la IMM se obliga a *"informar por escrito a la Calificadora de Riesgo y al Fiduciario respecto de los nuevos préstamos o financiamientos a los que accediere a cualquier título (mutuos, descuento de créditos, fideicomisos, etc.) dentro de los diez días hábiles subsiguientes a su obtención o constitución. En caso de que el Fiduciario tome conocimiento del incumplimiento de la presente obligación y que la calificación de riesgo resultante a partir de considerar esa nueva información financiera*

no correspondiere a grado inversor, el Fiduciario convocará a la Asamblea de Titulares, la que tendrá la facultad de resolver la caducidad anticipada de los Títulos de Deuda, en los términos previstos en la cláusula 24.5 precedente”.

A través del citado artículo del contrato, la Intendencia declara y garantiza que a la fecha no existen cesiones de créditos anteriores de los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, con excepción de la realizada para el Fideicomiso Financiero Fondo Capital I.

Sin perjuicio de lo anterior se informa que existe una cesión a favor del BROU del 50 % de los tributos recaudados a través de ABITAB excepto los correspondientes al SUCIVE. Esto es en garantía de una línea de crédito abierta que mantiene la IMM con el BROU por \$ 850 millones.

La cesión de créditos así definida representó para el año 2015 la cantidad de \$ 1.466 millones que no fueron afectados por encontrarse la IMM al día con sus obligaciones con el BROU. La IMM no ha informado de cambios en esta situación. No obstante, a efectos de simular una contingencia de afectación de esta cesión (que no se prevé en el corto plazo), CARE utilizó el criterio de afectar el monto previsto en el presupuesto (\$ 105 millones por año) que cancelaría el pasivo actual.

En caso que se vuelva a hacer uso de la línea de crédito citada así como de otras cesiones al tenor del artículo 26 inciso d del contrato de fideicomiso, la IMM se compromete a informar a CARE, lo que al momento de redactar este informe no ha ocurrido.

Sensibilización

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

A modo de sensibilización, se estableció la eventualidad de un escenario de crisis económica que implique una caída importante de la recaudación. En tal sentido, la información que obra en poder de CARE proporcionada por OPP, establece que en la crisis del 2001/2003 cayeron mucho más los ingresos de las intendencias en general, provenientes de fuentes locales, que las provenientes de origen nacional. En Montevideo el comportamiento fue diferente y parece lógico en tanto Montevideo se aparta sensiblemente del resto de las intendencias en cuanto a la estructura de sus recursos. Mientras que para el conjunto de las intendencias del interior, los recursos propios representan, en promedio, el 67 % en Montevideo representa, de acuerdo a lo que se puede observar en el Cuadro 5, el 89 %.

Ningún analista prevé una caída del PBI, al menos en el corto plazo, y mucho menos una crisis de la magnitud de la ocurrida en 2001/2003. Cabe recordar que el PBI cayó en volumen físico en el 2001 y 2002 un 11,83 % y luego recobró su crecimiento. Por su parte la recaudación total cayó el 12 % en un solo año (2002) y la propia un 10 %.

Cuadro 6: Evolución de ingresos de la IMM en períodos de crisis

Concepto	2001	2002	2003
Ingresos totales	3,40%	-12,80%	1,80%
Transferencias Gobierno Nacional	24,90%	-40,30%	78,60%
Recursos de origen departamental	2,00%	-10,60%	-2,30%
PBI (Indice Volumen Físico)	-3,78%	-7,76%	0,78%

Fuente: OPP y BCU

Teniendo presente estos datos históricos cabe plantear dos escenarios de sensibilización: uno moderadamente crítico con una caída de la recaudación en moneda constante del 5 %, y otro escenario más severo que reproduce la caída de los ingresos propios del año 2002. Se toma este porcentaje referido a los recursos propios en razón de la volatilidad que para Montevideo registran las transferencias

Los resultados, que demuestran que no hay riesgo de atender como mínimo, las retribuciones personales (Rubro 0), se exponen en el cuadro siguiente.

Cuadro 7: Sensibilidad, Ingresos abatidos 5% y 10 %

Concepto (año 2020)	millones UI
Recursos totales abatidos (5 %)	5.255
Recursos totales abatidos (10 %)	4.979
Tributos cedidos	160
Recursos disponibles esc. 1	5.095
Recursos disponibles esc. 2	4.819
Retribuciones personales	2.547
Excedente 1	2.548
Excedente 2	2.272

Fuente: CARE en base presupuesto IMM

En tributos cedidos se incluyen los UI 108 millones del FF Fondo Capital I; los UI 22.2 millones de esta operación y UI 30 millones como garantía del préstamo BROU (equivalente a \$ 105 millones)

Puede comprobarse que en un escenario como el descrito los recursos de la IMM serían más que suficientes para hacer frente las obligaciones emergentes de este fideicomiso y del anterior sin que corra ningún riesgo el atender, además, los rubros personales y disponer aún de un excedente importante.

Riesgos considerados

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

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

V. EL ENTORNO

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

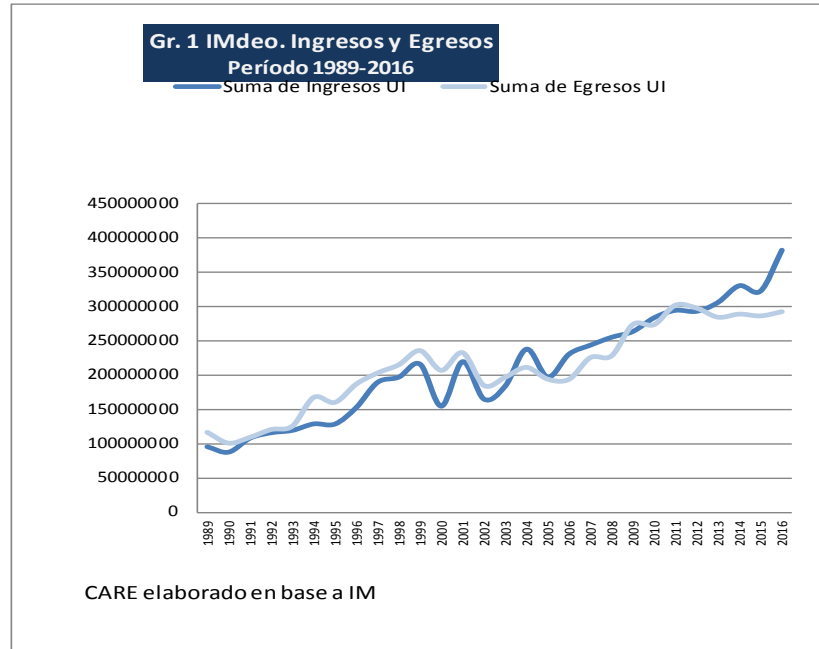
Destaca en cambio el riesgo político, que en este caso a su vez se puede descomponer en dos consideraciones.

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.

Conforme a lo dispuesto por el artículo 301.2 de la Constitución de la República el Decreto N° 36.464, del cual deriva toda esta operación, fue aprobado por 27 votos en 30 ediles y contó con la intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que proviene por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar.

Con respecto a los temas presupuestarios, el comportamiento de la administración actual no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por otra parte la conducta presupuestal histórica de la IMM, no se ha caracterizado por ningún desorden manifiesto, tal como se aprecia en la Gráfica 1.

Y aunque las transferencias desde el gobierno central, para el caso de esta intendencia son diferentes en proporción y relevancia a las de las intendencias del interior, tampoco a nivel nacional se pueden prever conductas presupuestales sin atención al equilibrio interno, tal como se aprecia por ejemplo en el Cuadro 8 que recoge proyecciones oficiales y privadas.



Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento derivados de descuido de los equilibrios necesarios, menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación del SUCIVE se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias, aún en hipótesis extremas, no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intendencias.

A continuación se acompaña el Cuadro 8 que recoge las proyecciones oficiales y algunas privadas de variables clave vinculadas con el comportamiento presupuestal y la recaudación de las intendencias, por su vínculo con la evolución del PBI⁶.

⁶. CARE dispone de estimaciones de correlaciones de media a altas entre evolución del PBI y la recaudación municipal en períodos largos, que no alteran las conclusiones del análisis.

CUADRO 8 Proyecciones y expectativas

A Mundo (var. % c/ período previo)	2016	2017	2018	2019
PIB mundial (vol. físico)	3,2	3,7	3,9	3,9
PIB países desarrollados	1,7	2,3	2,3	2,2
PIB Brasil	-3,5	1,1	1,9	2,1
PIB Argentina	-2,3	2,5	3	3,1
Tasa depósitos en U\$S USA 6M %	1,1	1,5	2,3	3,4
B Uruguay				
PIB (var. % c/ período previo) Vol. físico	1,5	2,7	3,0	3,0
PIB en en Miles Mills USD	52.680	59.008	60.778	62.602
Exportaciones- Vol. Físico var.% c p. prev.	- 8,1	2	4,5	6,2
IPC (var. % c/ período previo)	8,1	8,4	7,3	6,7
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	-3,2	-0,3	8,4	6,4
IMS (var real anual)	1,6	2,7	1,5	1,9
Ocupación Var.% con período previo	-0,3	0,1	0,5	1,1
C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)				
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	-0,5	-0,4	0,4	0,9
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-3,9	-3,6	-3,2	-2,5
Deuda Bruta / PIB	63,0	60,4	62,9	62,8
D Expectativas Enc. Mensual BCU 2/2018		2017	2018	
PIB (Var. Anual en vol físico)		3,1%	3,4%	
Empleo (Var. % /año previo)		0,3%	0,7%	
IPC (variación prom. anual)		7,1%	7,0%	
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)		28,7	30,5	
Devaluac año calendario		-0,2%	6,3%	
Resultado Global S. Público % PIB		-3,5%	-3,2%	

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

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal, muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad (que recoge lo sucedido en la recesión de 2001 y 2002); 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 casi nulo.

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.⁷

Comité de Calificación



Inq. Julio Prieve



Cr. Martín Durán Martínez

⁷. 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. El signo (-) indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión con observaciones.**

INFORME JURIDICO

Montevideo, abril de 2018

“FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO AGROALIMENTARIO”

Informe Jurídico

I – Introducción

El presente negocio fiduciario tiene como finalidad dotar de financiamiento a la construcción y puesta en marcha del denominado **Parque Agroalimentario de Montevideo**, que estará emplazado en la ruta 5 en los accesos a Montevideo. Se trata de un proyecto definido como estratégico y declarado de interés nacional en el año 2013 por el Poder Ejecutivo. La construcción, gestión y administración del Parque estará a cargo de la **Unidad Alimentaria de Montevideo**, persona de derecho público no estatal creada por Ley N° 18.832 a dichos efectos. Con este emprendimiento se logrará, entre otros objetivos, desplazar el actual Mercado Modelo a una zona más adecuada y convertirse en el centro del comercio mayorista de productos agrícolas.

El proyecto es la confluencia de la iniciativa de la Intendencia Departamental de Montevideo y la coordinación con el Poder Ejecutivo por intermedio del Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca. Se estima una inversión total cercana a los 70 millones de dólares y tres fuentes de financiamiento, siendo el presente negocio fiduciario el que aportará el mayor fondeo.

Así, la Intendencia Departamental de Montevideo (IDM), ha creado un fondo denominado **Fondo Agroalimentario** y como su administrador contratará a República Administradora de Fondos de Inversión SA (República Afisa), para que en su calidad de **fiduciario** financiero emita **certificados representativos de deuda** por hasta un monto equivalente a UI 240.000.000 y aplique tales recursos al pago de las obras. Por su parte la IDM, en rol de **fideicomitente** cederá al fideicomiso para el repago de los títulos, los créditos y derechos que le acceden que tiene derecho a percibir del SUCIVE. El financiamiento tendrá una tasa máxima de 8% (tea) y el plazo no podrá exceder los 25 años; todo lo cual de acuerdo al diseño jurídico creado por Decreto N° 36.464 de la Junta Departamental de Montevideo, promulgado por la Resolución del Intendente N° 5817/2017 y lógicamente las disposiciones del contrato de fideicomiso y lo dispuesto por la ley del mercado de valores N° 18.627 y las regulaciones bancocentralistas para la emisión de valores de oferta pública; actos jurídicos que serán tratados en los siguientes capítulos.

El presente informe está sujeto a las modificaciones del caso, en virtud de estar elaborado en base a versiones en borrador del Prospecto Informativo, el Documento de Emisión y el Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero. Se tuvieron en cuenta como antecedentes relevantes el contrato de Fideicomiso Financiero SUCIVE y la Adhesión de la Intendencia Departamental de Montevideo; el Dictamen de Tribunal de Cuentas de la República, el aval de la Comisión de Seguimiento del SUCIVE y los actos administrativos precitados. De su compulsua puede adelantarse como concepto general que **no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores**. En los siguientes capítulos abordaremos los tópicos que merecen comentarios singulares en aras de una óptima y completa información.

II - Del Contrato de Fideicomiso Financiero

Lo primero que debemos apuntar es que estamos ante un fideicomiso público en la medida que se persigue el cumplimiento de una **finalidad o interés público**: la realización de obra pública. Por su parte, son públicos los recursos destinados a su cumplimiento, pero que dejan de serlo una vez sean transferidos al patrimonio autónomo de afectación, evento simultáneo al perfeccionamiento del contrato de Fideicomiso Financiero (en adelante el Contrato).

Objeto. El fideicomiso encuentra asidero en el artículo 3 de la Ley 17.703 que habilita la cesión de tributos departamentales para la realización de las obras. Dicho lo anterior y en relación directa con las necesidades de financiamiento sustentable y a largo plazo, se adopta la modalidad del fideicomiso financiero al abrigo del artículo 25 y siguientes de la ley 17.703, con lo cual se diseña un mecanismo de securitización mediante la emisión de títulos representativos de deuda, cuyo pago estará respaldado con parte del flujo de recaudación futura de ingresos vehiculares que le corresponde percibir a la IDM del Fideicomiso Financiero SUCIVE y por intermedio del Fondo Agroalimentario creado por Decreto N° 36.464, con exclusivo destino de financiar parcialmente la construcción del Parque Agroalimentario de Montevideo. Por tanto, los **bienes fideicomitados** son los **Créditos** definidos en el Contrato como *“los derechos de crédito transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso, correspondientes a los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, por el cobro de los tributos de Patente de Rodados y otros ingresos que recaude el SUCIVE, por un importe bimestral de UI 3.700.000 (Unidades Indexadas tres millones setecientos mil) más los fondos necesarios para cubrir el pago de todos los intereses de mora, gastos, comisiones e impuestos vinculados con la administración del Fideicomiso, que deberá ser transferido en los meses de enero, marzo, mayo, julio, setiembre y noviembre, por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y Gastos del Fideicomiso”*.

El Contrato tiene como partes constituyentes a la Intendencia Departamental de Montevideo como **FIDECOMITENTE y administrador del Fondo Agroalimentario**, en tanto aporta los créditos y ha decidido contratar como **FIDUCIARIO** a República Administradora de Fondos de Inversión SA (en adelante República Afisa o Rafisa). La IDM adhirió al Fideicomiso Financiero SUCIVE el día 4.1.2012 y Rafisa es también el fiduciario de este fideicomiso. En este sentido, la cláusula 7 del Contrato establece que con su otorgamiento República Afisa se da por notificada de la cesión de créditos al patrimonio fiduciario.

Los beneficiarios serán los inversores (titulares de TD) que en el presente caso irán integrando los importes suscriptos conforme el requerimiento de los avances de obra, según se explicará más adelante.

La Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA) interviene en la emisión asumiendo el rol de Entidad Representante de los Titulares y la Bolsa de Valores de Montevideo SA (BVM), será la Entidad Registrante de los títulos, según las disposiciones de la ley de Mercado de Valores N° 18.627 y su reglamentación.

Programa de Emisión. El Fiduciario emitirá **títulos de deuda escriturales de oferta pública** por un importe total de hasta el equivalente de **UI 240.000.000**. A su vez, la IDM, cede y transfiere al fideicomiso los créditos presentes y futuros que tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE por un importe **bimestral de UI 3.700.000** más los fondos necesarios para cubrir intereses

y gastos de administración, en los meses impares de cada año y por el plazo necesario para el repago de los TD y gastos del Fideicomiso. Con el producido de la colocación de los títulos de deuda (TD), República Afisa realizará los pagos correspondientes a los avances en la ejecución de las obras según las pautas disciplinadas en el Contrato.

Condiciones y términos de la emisión. Los aspectos principales están diagramados en las cláusulas 11 y 12 del Contrato y especialmente desarrollados en el apartado 2 del Prospecto Informativo. Los Títulos de Deuda son títulos valores, por lo que rige en lo pertinente el Decreto Ley 14.701, según remisión expresa de las normas precitadas.

En cuanto al plazo de los TD, será de 20 años desde el primer pago de capital. No obstante, la integración será a requerimiento acompasado con los avances certificados de las obras y con un límite temporal de 5 años desde el cierre del Período de Suscripción. En función de ello, el Prospecto y la cláusula 15 del Contrato prevén que el Fideicomiso se mantenga vigente hasta la cancelación total de los TD y demás obligaciones derivadas de la convención, obviamente respetando el límite legal de 30 años.

Durante el señalado plazo de integración y antes del primer pago de capital, los intereses se pagarán mensualmente el día 5 de cada mes y a partir del febrero siguiente a la última integración, comenzará el repago del servicio de deuda (capital e intereses) en 120 cuotas bimestrales, iguales y consecutivas, los días 5 de febrero, abril, junio, agosto, octubre y diciembre. No está definida la tasa de interés, pero en ningún caso podrá superar el tope de 8% anual en UI, de acuerdo al art. 2 del Decreto N° 36.464.

Se establece que el Fiduciario podrá, a instancia del Fideicomitente, proceder al rescate anticipado de los TD hasta un máximo de UI 80.000.000 nominales de los Títulos de Deuda emitidos. Esta facultad podrá ejercerse a partir del Primer pago de Capital e Intereses. La cancelación deberá estar precedida de la transferencia al Fideicomiso de los recursos necesarios a efectos del rescate. República Afisa notificará la decisión de rescate a BEVSA, a BVM y al BCU, con una antelación no menor a 60 días corridos a la Fecha de Pago respectiva.

Suscripción, adjudicación e integración de los TD. La presente estructura abrirá una primera etapa para recibir las ofertas del **Tramo Competitivo**, durante dos horas del primer día hábil de suscripción. Se recibirán las ofertas por el sistema de licitación por precio ofertado y una vez finalizada la etapa, el emisor calculará el precio promedio ponderado que correspondería a la adjudicación de una cantidad valor nominal equivalente al 90% del importe de la Emisión, precio que será utilizado a los efectos de recibir las ofertas del **Tramo No Competitivo**.

Esta segunda etapa se hará al día siguiente del cierre de la etapa anterior, por el lapso de 4 horas y por hasta el 10% del monto de la emisión, con límite de suscripción de UI 500.000 por cuenta inversora.

Para la adjudicación se invertirá el orden temporal, procediéndose en primer término a la adjudicación del tramo no competitivo, al precio promedio ya comentado y de existir exceso de demanda los TD se adjudicarán a prorrata entre estos minoristas.

A continuación se hará la adjudicación del tramo competitivo hasta completar el 100% de la emisión, pero adjudicándose a las ofertas a precios múltiples, ordenados de mayor a menor, deduciendo lo adjudicado en el retail y hasta

completar el 100% de la emisión proyectada. También en este caso se adjudicará a prorrata si hay exceso de demanda al precio de corte entre los oferentes a dicho precio.

Ambos tramos de la emisión tendrán un programa de **integración diferida** pautado por los requerimientos del Fideicomitente según los avances de las obras de acuerdo a la cláusula 17.2 del Contrato. Las integraciones serán exigibles una vez por mes y hasta completar el monto total suscripto. Con la primera integración quedará determinado el monto y porcentaje de participación de cada titular en cada una de las futuras integraciones. La integración deberá completarse en un lapso de 5 años desde el cierre del período de suscripción.

Las obligaciones del fiduciario (cláusula 17 del Contrato). El fiduciario financiero tiene dos obligaciones básicas: **emitir los valores y administrar el patrimonio fiduciario** según las instrucciones convencionales y las disposiciones legales. En el caso que nos ocupa el encargo tiene algunas particularidades en el proceso de integración diferida y la administración de los fondos, lo cual será abordado en el siguiente capítulo. Cabe aquí destacar que la convención cumple con las pautas que la Ley 17.703 asigna al fiduciario, en particular su artículo 16 en cuanto al régimen de responsabilidad. Pautas aplicables asimismo para el rol que asume República Afisa como Agente de Pago.

El diseño convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003.

Es un rasgo típico que el patrimonio fiduciario responda únicamente por las obligaciones establecidas en el Contrato y derivadas de la emisión. El patrimonio de afectación autónomo no responde por deudas del Fiduciario o del Fideicomitente (art. 7 Ley 17.703) y tampoco de los Titulares beneficiarios. A su vez, el patrimonio del Fiduciario no responderá por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que serán satisfechas con los bienes fideicomitidos (art. 8 Ley 17.703). Dentro de este estatuto jurídico son de aplicación las pautas sobre rendición de cuentas que recaen sobre todo fiduciario (art. 18); obligación indelegable reglamentada en la cláusula 27 del Contrato.

III – Contingencias jurídicas de la estructura

En este segmento se analizan, por un lado los requisitos normativos para la formación válida y eficaz de la voluntad de las partes y por otro, atendiendo al interés del inversor, las circunstancias que representen un riesgo de cumplimiento en el pago de los valores y en su caso, los instrumentos mitigantes.

III.1. Capacidad y legitimación de los contrayentes

Según el Prospecto Informativo, **República Administradora de Fondos de Inversión SA**, es persona jurídica vigente y su objeto exclusivo consiste en la administración de fondos de inversión, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 16.774 y complementarias. Se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciario financiero según Ley 17.703 y autorizada a operar en dicha calidad por el Banco Central del Uruguay desde agosto de 2004.

Del Fideicomitente. Formación de la voluntad departamental. La Junta Departamental de Montevideo, por Decreto N° 36.464 del 28/9/2017, resolvió:

- a) crear el Fondo Agroalimentario para financiar parcialmente la construcción e instalación del Parque Agroalimentario de la Unidad Alimentaria de Montevideo (UAM), persona jurídica de derecho público no estatal creada por Ley N° 18.832 con la finalidad – entre otras – de la gestión del Parque una vez comience a operar;
- b) que la fuente de financiamiento del Fondo serán los ingresos provenientes del SUCIVE por los importes necesarios para el repago de capital equivalente a UI 240.000.000 más intereses y gastos de estructuración y administración que demande el mecanismo a crearse; todo ello sin perjuicio de otros recursos que puedan transferir al Fondo el Poder Ejecutivo u otras entidades públicas;
- c) la Intendencia de Montevideo será la administradora del Fondo y como tal, queda autorizada por la resolución legislativa a “ceder, ofrecen el garantía o securitizar...” sus activos para constituir un fideicomiso financiero; garantizando en tal caso y bajo su responsabilidad, la estabilidad de todas las normas que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y sus garantías;
- d) El plazo de repago de las obligaciones será entre 10 y 25 años a partir de cada una de las emisiones que pueda realizar el fideicomiso y
- e) el destino de la emisión – como viene dicho – será el financiamiento parcial de las obras en el Parque Agroalimentario por parte de la UAM.

El artículo 7 de este decreto crea una *Comisión Especial* que estará integrada por 7 ediles titulares, 4 de ellos pertenecientes a los partidos políticos con representación en la Junta que no hayan obtenido el cargo de Intendente. Este órgano tiene competencias de seguimiento y monitoreo de las obras a ejecutar por la UAM, el proyecto de urbanización a definir en los predios donde actualmente está emplazado el Mercado Modelo, informar en forma semestral al plenario de la Junta sobre la marcha de las obras así como realizar las observaciones que entiendan del caso.

Conforme a lo dispuesto por el artículo 301.2 de la Constitución de la República el Decreto N° 36.464 fue **aprobado por 27 votos en 30 Ediles**.

La contratación de República Afisa como fiduciario financiero **está amparada en el artículo 33 literal C.1 del TOCAF** (redacción actualizada por artículo 17 de la Ley 19.149).

Se tiene a la vista el **Dictamen del Tribunal de Cuentas de fecha 18/12/2017 con Resolución N° 4157** de la misma fecha aprobando el informe que en lo medular requiere el cumplimiento de la norma constitucional precitada, a cuyos efectos deberá recabarse la anuencia por el Legislativo Departamental y en forma previa a la constitución de la estructura de marras.

En función de todo ello y con fecha **25 de diciembre de 2017, por Resolución N° 5817/17 el Intendente de Montevideo resuelve constituir el Fideicomiso Financiero**, contratar al República Afisa como fiduciario y finalmente – ad referendum del Tribunal de Cuentas – aprobar el **“Acuerdo para la estructuración y constitución del Fideicomiso Financiero Fondo Agroalimentario”**, anexo a la resolución y que en sustancia constituye un plan de ruta del Contrato.

En cuanto a la legitimación para la cesión y transferencia válida de los recursos, cabe reiterar que la IDM adhirió el 4/1/2012 al Fideicomiso Financiero SUCIVE y por ende es su beneficiario como titular del certificado de participación equivalente al 100% de los ingresos vehiculares (artículo 297 numeral 6 de la Constitución de la República) correspondientes a su jurisdicción. Si bien la adhesión es por un plazo inicial de 15 años, la norma legal establece la prórroga automática por períodos iguales. Pero lo más importante es que si por cualquier motivo dejara de existir el SUCIVE o el Fideicomiso SUCIVE, la recaudación que constituye el activo del Fondo, continuará cedida por los montos comprometidos hasta la cancelación de los valores y cualquiera sea la forma de recaudación. Esto está recogido a texto expreso en el artículo 4 del Decreto 36.464 y en la cláusula 2 del Contrato bajo la definición de **Créditos** del Fideicomiso.

Finalmente, se tiene a la vista la Resolución de la Comisión de Seguimiento del SUCIVE (artículo 3 ley 18.860), del 21 diciembre de 2017 mediante la cual se otorgó el aval a la IDM para afectar sus ingresos del sistema por hasta los importes comprometidos en la estructura.

En suma, **se constata la conformación válida y eficaz de la voluntad de los contrayentes para obligarse en este contrato.**

III.2. El cumplimiento de los valores

En este segmento se comentan algunos aspectos de la estructura que refieren a la etapa de ejecución del encargo fiduciario y que podrían incidir de algún modo en el repago de los títulos. Ellos son:

- a) la regularidad jurídica y solvencia de los créditos cedidos;
- b) programa de integración y pago de las obras y
- c) las competencias de la Asamblea de Titulares.

A. Sobre la solvencia de los créditos cedidos al Fideicomiso

La información relevante en este aspecto se encuentra en el Capítulo 3 del Prospecto. Allí la fiduciante pone de manifiesto una serie de datos que conviene comentar en forma sucinta. El primer dato importante - quizás el más sustantivo si nos enfocamos en la extensión temporal del financiamiento -, es que la recaudación del tributo muestra un crecimiento sostenido a lo largo de los últimos años, promediando un incremento de 15% en términos reales; lo cual representó en cifras, un incremento del UI 551 millones en el quinquenio 2013-2017. El diagrama de vencimientos y el estímulo particular para el pago contado en el mes de enero, determina un pico de recaudación en dicho mes llegando a la mitad del total anual. En los demás meses de vencimiento de la cuota del tributo (marzo, mayo, julio, setiembre y noviembre) se recauda entre el 6% y 7% del total y en los meses siguientes al vencimiento la recaudación oscila entre el 2% y el 4%. El parque automotor no necesariamente seguirá creciendo, pero la consolidación de la recaudación en los términos anotados, otorga suficiente solvencia al flujo de fondos para el repago de los títulos, al tiempo que hace viable la opción de rescate anticipado diagramado en el Contrato.

Otro aspecto a considerar en este acápite es la afectación previa que existe sobre el mismo caudal de créditos. Se trata de la cesión a favor del **Fideicomiso Financiero Fondo Capital I**, lo cual está contemplado en el Prospecto y naturalmente en el Contrato en su cláusula 26: *“La Intendencia declara y garantiza que a la fecha **no existen cesiones de créditos anteriores de los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, con excepción de la realizada para el Fideicomiso Financiero Fondo Capital I**”*. Esta primera cesión tiene el mismo sistema de percepción bimestral pero por un importe de UI 18.000.000, en cuanto la presente estructura prevé una percepción bimestral de UI 3.700.000. Según los análisis y comparaciones que lucen en el Prospecto y aún en un escenario muy conservador el flujo de cobranza luce asaz suficiente para honrar los valores, sus intereses y todos los gastos asociados a la emisión.

Por su parte, cabe tener presente que República Afisa es el fiduciario del Fideicomiso Financiero del SUCIVE, por lo que al suscribir el Contrato de Fideicomiso bajo análisis, quedará automáticamente notificado de la cesión de los Créditos al Fideicomiso, quedando así cumplido lo dispuesto por los artículos 1757 del Código Civil y 563 y siguientes del Código de Comercio.

B. Integración diferida y pago de obras. La gestión fiduciaria

Se diseña un programa de integración diferida de fondos acompasado con los requerimientos de avance de las obras. La UAM contratará con las empresas encargadas de construir y poner en funcionamiento en Parque Agroalimentario, lo cual irá generando créditos que serán satisfechos por el precio de la emisión de los títulos. Tal obligación recae sobre el Fiduciario, tanto en su faz interna instruyendo a los suscriptores a realizar las integraciones, como en su faz externa pagando a los acreedores de la UAM. Dado que el período de integración puede extenderse hasta por un lapso de 5 años desde la suscripción y que la ejecución de las obras es la etapa que representa el riesgo más tangible en la vida del Fideicomiso, conviene destacar las estipulaciones más importantes a considerar.

En cuanto al programa de integración ya luce comentado en el capítulo anterior de este informe. En este segmento importa tener en cuenta las consecuencias del incumplimiento de los suscriptores a su obligación de integrar en las oportunidades que ello sea exigible. Nuevamente debemos remitirnos al apartado 2 del Prospecto (Sumario de Términos y Condiciones). En primer lugar se establece que los suscriptores (con excepción de Afap's, Cajas Paraestatales, BSE, Empresas Aseguradoras privadas locales o Instituciones de Intermediación Financiera con calificación local de riesgo igual o superior a AA-), estarán obligados a presentar una **garantía bancaria a primera demanda** emitida por un banco de plaza y a satisfacción del Fiduciario, por el equivalente al monto suscripto en cada caso y que deberá estar vigente hasta que finalice la integración. Ante un evento de incumplimiento en la integración solicitada, la entidad bancaria deberá pagar dentro de las 48 hs. del requerimiento que a esos efectos le curse el Fiduciario.

Por su parte, se pacta la mora automática por el sólo vencimiento del plazo y un interés moratorio del 10% (TEA) hasta la fecha de la efectiva integración. No se emitirán TD por montos no integrados.

La obligación de realizar integraciones futuras es intransferible, para todos los Titulares sin distinción. La transferencia de TD ya emitidos a su favor no implica transferencia de la obligación de realizar futuras integraciones en función de otras suscripciones que haya realizado el mismo Titular y que aún no hayan sido integradas.

Una vez integrados los montos y emitidos los TD que en cada caso correspondan, el Fiduciario administrará dichos recursos del Fideicomiso en la forma dispuesta por la cláusula 17.2 del Contrato, a saber:

- a) pagará directamente a los acreedores de la UAM dentro de los 10 días hábiles de recibida la instrucción de pago por parte del Fideicomitente;
- b) controlará que la instrucción de pago venga acompañada de la documentación respaldante (facturas, contratos, certificados de avance, etc.) pero sin que ello implique asumir obligación de verificar la veracidad de dichos insumos;
- c) la UAM deberá dejar constancia en cada caso que se lo requiera el Fiduciario, de haber realizado el control de cumplimiento por parte de las empresas que contrate, con las disposiciones de las leyes 18.099 y 18.251.

C. Competencias de las Asambleas. Cláusula 24

Por el interés que esto representa para el inversor, es pertinente señalar que pueden adoptarse por una *Mayoría Especial de Titulares* (voto conforme de uno o más titulares que representen un valor nominal superior al 75% del capital adeudado) las siguientes decisiones:

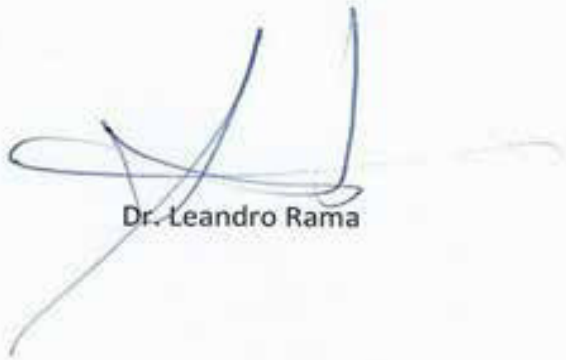
- a) modificar las condiciones de la emisión de los Títulos de Deuda pero sólo en cuanto a otorgar quitas o esperas para el pago, recepción de anticipos, modificación de las fechas de pago, cambiar la moneda de pago;
- b) determinar la forma de enajenación de los bienes del patrimonio fiduciario;

- c) designar la persona encargada para tal finalidad;
- d) la extinción del Fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial y
- e) la sustitución de la Entidad Representante.

Todas las demás decisiones sobre cualquier asunto contenido en el orden del día deberán adoptarse por Mayoría Absoluta de Titulares: voto conforme de uno o más Titulares que representen un valor nominal superior al 50% del capital adeudado al momento de la resolución.

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

Montevideo, 2 de abril de 2018.-



Dr. Leandro Rama