

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

Montevideo, setiembre de 2019

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

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL
"FIDEICOMISO FINANCIERO DE OBRAS DE RÍO NEGRO I"
23- setiembre -2019**

Plazo:	hasta el 15 de febrero de 2030
Títulos representativos:	de deuda escriturales de oferta pública por un monto total de UI 81.514.286.
Activo Fideicomitado:	Cesión de la Intendencia de Río Negro de la cobranza que le corresponde del SUCIVE.
Fiduciario y agente de pago:	República AFISA (RAFISA)
Fideicomitente:	Intendencia de Río Negro (IRN)
Amortización:	en 12 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI en cada mes de febrero posterior a la fecha de emisión. La primera venció en febrero de 2019 y la última lo hará en febrero de 2030.
Pago de intereses:	en los meses de febrero, junio y octubre de cada año posterior a la fecha de emisión.
Fecha de emisión:	13/6/18
Tasa:	8 % lineal anual en UI sobre saldos
Análisis Jurídico:	Asesor Legal de CARE (Dr. Leandro Rama)
Fiduciario:	República AFISA
Administración y pago:	República AFISA
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	BBB+(uy)
Vigencia:	hasta el 30 de abril del 2020 ¹
Manual utilizado	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias

¹. La calificación puede variar en cualquier momento ante la aparición de hechos relevantes que lo ameriten

Resumen General

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

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

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

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como se informa en la calificación original.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada en función del diseño del instrumento aunque con las limitaciones propias del mercado de capitales uruguayo.

Respecto del destino de la emisión:

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

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza del SUCIVE correspondiente a la IRN.
- La cesión de tributos comprometida para el pago de los títulos de deuda de este fideicomiso representa un porcentaje del orden del 3,6 % de los ingresos totales de la IDNR y menos del 30 % de la recaudación del SUCIVE, respetando el tope establecido.

Respecto del entorno y el riesgo político:

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

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos por República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante República AFISA) por un monto total de hasta UI 86.723.810; realizada la emisión el 13/6/18 resultó ser de UI 81.514.286. Estos títulos se emitieron con el respaldo del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos por hasta la suma de UI 176.500.000 provenientes de los créditos que el Fideicomitente tiene derecho a recibir del Fideicomiso SUCIVE o quien lo suceda o sustituya.

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

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

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

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio².

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

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

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

2. Antecedentes

- Con el objeto de ejecutar un determinado plan de obras públicas, se constituyó, por Contrato de Fideicomiso de fecha 10 de abril de 2015, el "Fideicomiso Financiero de Obras de Río Negro I" entre la IRN (Fideicomitente) y RAFISA (Fiduciaria). El plan de obras públicas a ser desarrolladas por la IRN, en el Departamento de Río Negro, por hasta la suma de USD11:400.000 (dólares estadounidenses once millones cuatrocientos mil) se encontraba descripto en el Anexo I del referido Contrato de Fideicomiso.
- Con esa finalidad, la Fiduciaria fue contratada por la Fideicomitente para emitir un programa de títulos de deuda de oferta privada, por hasta el monto de UI 95.000.000, con el respaldo de los créditos que la Intendencia de Río Negro tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE. En virtud de ello, la Intendencia cedió al fideicomiso créditos correspondientes a los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, por el cobro de los Ingresos Vehiculares y otros ingresos que recaude el SUCIVE, por hasta el monto de UI 176.500.000.
- En este escenario, la Fiduciaria procedió a emitir y colocar los títulos de deuda de oferta privada de acuerdo con los Términos y Condiciones del Programa de Emisión de Títulos de Oferta Privada establecidos en el Contrato de Fideicomiso. Dicho programa de emisión se realizó por hasta la suma de UI 95.000.000 (Unidades indexadas noventa y cinco millones) durante el plazo de 2 años, hasta completar la totalidad del monto.
- De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y la propuesta recibida por Jayland Assets Inc., el Fideicomiso procedió a colocar y emitir, en primer grado y en forma privada, a favor de Jayland Assets Inc. 3 (tres) Títulos de Deuda de Oferta Privada, cuyo detalle se incluye a continuación:

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

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

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

- De acuerdo a lo solicitado por el Fideicomitente y lo aceptado por Jayland Asset Inc. la integración de los fondos al Fideicomiso correspondiente con el Título N° 4 (UI 19 millones) se realizó con el producido de la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública. De haber sido insuficiente operaba un contrato de underwriter que no fue necesario por UI 19.000.000. En función del mismo, para el caso que no hubiesen existido ofertas de suscripción suficientes para los Títulos de Deuda de oferta pública, el Underwriter aseguraba al Fiduciario la integración de los fondos necesarios para completar el total de fondos previstos para la finalidad del Fideicomiso.
- Con fecha 15 de junio de 2017 Jayland Asset Inc. cedió sus derechos sobre los Títulos de Deuda de oferta privada a FICG LLC y en virtud de ello quedó colocado en su mismo lugar y con sus mismos derechos en el procedimiento de rescate de los Títulos de deuda de oferta privada.
- Adicionalmente, el Contrato de Fideicomiso contenía en la cláusula 8.4. el derecho a favor del titular de los títulos de deuda de oferta privada de solicitar el rescate de dichos títulos con los fondos provenientes de la emisión de Títulos de Deuda de oferta pública. A tales efectos, con fecha 25 de noviembre de 2016, habiéndose integrado el 75% del monto total y con el compromiso de asegurar en la forma establecida en el párrafo anterior el importe que resta integrar sea por colocación directa en el mercado de los Títulos de Deuda de oferta pública o bien por uso del contrato de Underwriter, Jayland Asset Inc. hizo uso de la opción prevista en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso.
- En este marco, con fecha 29 de diciembre de 2016, la Junta Departamental de Río Negro otorgó la anuencia necesaria a los efectos de llevar adelante la modificación del Contrato de Fideicomiso a Oferta Pública, tal como lo establece el art. 273 de la Constitución y los artículos 19 y 20 de la Ley Orgánica Municipal 9.515 del 28/10/1935
- En función de lo establecido, se resolvió instruir a la Fiduciaria para que iniciara el procedimiento establecido por el Banco Central del Uruguay con el objetivo de modificar el Contrato de Fideicomiso con los fondos que ingresen por la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública se rescatarán y extinguirán los Títulos de Deuda de oferta privada. La Junta Departamental de Río Negro, nuevamente otorgó la anuencia necesaria a esta modificación.
- El plan de obras original tiene principio de ejecución y según consta en el Prospecto Informativo, del presupuesto total estimado en USD11.400.000 al año 2016 se llevaban ejecutadas obras por USD 4.639.985; la ejecución ha continuado en 2017 y 2018.
- Finalmente, se dispuso celebrar la modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero de oferta privada denominado "Fideicomiso Financiero Obras de Río Negro" entre la IRN y RAFISA según el texto aprobado por Resolución de la Junta Departamental de Río Negro No. 148/17 del 27/10/17 y cuya futura emisión de valores públicos es la que se califica.

- El 9 de febrero de 2018 se realizaron algunas modificaciones en el contrato de fideicomiso que no alteraron la calificación original. No obstante, CARE, con fecha 2/04/18 la actualizó, adjuntándose el informe a la misma como Anexo II.
- El 15/5/18 el BCU autorizó la emisión de títulos de deuda de oferta pública por UI 81.514.286 los que fueron emitidos el 13/6/18.

3. Objeto de la calificación, información analizada y hechos salientes del periodo.

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

La información analizada al momento de esta calificación fue la siguiente

- Calificación original realizada por CARE y actualizaciones posteriores.
- Información actualizada a junio de 2019 de la cobranza del SUCIVE correspondiente a la IRN
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/19
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/6/19

II. LOS TITULOS DE DEUDA

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

1. Descripción

Títulos: Títulos escriturales representativos de deuda

Fideicomitente: Intendencia Departamental de Río Negro

**Fiduciaria y
Agente de Pago:** República AFISA

**Entidad Registrante
y Representante:** Bolsa de Valores de Montevideo SA

Underwriting: Gastón Bengochea y Cía. Corredor de Bolsa S.A.

Moneda: Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión.

**Monto de
la Emisión:** UI 81.514.286

**Fecha de
emisión:** 13/6/18

Interés: 8 % lineal anual en UI desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, calculada sobre saldos, año de 360 días y meses de 30 días.

Plazo: hasta febrero de 2030

**Pago de
intereses:** Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagaderos en los meses de febrero, junio y octubre de cada año posterior a su fecha de emisión.

**Amortización
del capital:** El capital de los Títulos de Deuda será amortizado en 12 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI en cada mes de febrero posterior a su fecha de emisión. La primera venció en febrero de 2019 y la última lo hará en febrero de 2030.

**Calificación
de Riesgo:** BBB + (uy)

2. Análisis jurídico

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

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

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

Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión del beneficiario constituye un atributo que el título tiene por como se lo ha diseñado más allá de las características del mercado uruguayo. *Riesgo bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

Según EE.CC 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 período 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

Mediante contrato celebrado el 10/7/15 entre RAFISA y la IDRN se constituyó el presente Fideicomiso. El BCU autorizó una emisión de UI 81.514.286 con fecha 15/5/18 la que se llevó a cabo el 13/6/18.

Con el producido de la emisión, el Fideicomiso canceló los saldos de los títulos 1, 2 y 3 de oferta privada por UI 62.514.286; de esta forma se cumplió con uno de sus objetivos centrales; en cuanto al financiamiento de obra pública, en el periodo considerado se da cuenta del pago por certificados de obras por \$ 14.279.425 lo que hace un total acumulado de \$ 235.043.849 considerando la ejecución del plan de obras original desde el comienzo.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles \$)

Concepto	30-Jun-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Activo	473.956	502.703	451.016
Activo Corriente	178.436	188.547	135.521
Activo no Corriente	295.520	314.155	315.495
Pasivo	314.974	335.708	257.739
Pasivo Corriente	29.945	34.805	24.717
Pasivo no Corriente	285.028	300.903	233.022
Patrimonio	158.983	166.995	193.277
Pasivo y Patrimonio	473.956	502.703	451.016
Razón Corriente	5,96	5,42	5,48

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En febrero de 2019 dio comienzo el período de amortización habiéndose cancelado la primera de las 12 cuotas anuales previstas; la última será en febrero de 2030.

En el cuadro siguiente se expone el cronograma de fondos a recibir y pagos a realizar por concepto de amortización e intereses hasta la cancelación de los títulos a partir del año 2020

Cuadro 4: Cronograma de fondos a recibir y pagos (miles UI)

año	a recibir	amortización	intereses	total pagos
2020	13.300	6.793	6.521	13.314
2021	12.900	6.793	5.978	12.771
2022	12.600	6.793	5.434	12.227
2023	11.900	6.793	4.891	11.684
2024	11.500	6.793	4.347	11.140
2025	10.800	6.793	3.804	10.597
2026	10.200	6.793	3.260	10.053
2027	9.800	6.793	2.717	9.510
2028	9.400	6.793	2.174	8.967
2029	8.900	6.793	1.630	8.423
2030	7.500	6.793	1.087	7.880
Total	118.800	74.723	41.843	116.566

Fuente: CARE en base RAFISA

Nota: Intereses, 8 % anual s/ saldos, estimados por CARE

Los intereses se pagan en los meses de febrero, junio y octubre de cada año. En el cuadro precedente y al solo efecto informativo, CARE los estimó anualmente a razón de 8 % lineal anual sobre saldos por lo que dichos montos son aproximados. En el año 2019 y al momento de escribir este informe resta solamente cancelar la cuota de intereses del mes de octubre, con esa salvedad, se eliminó dicho año del cuadro por considerarse básicamente cumplido. Puede observarse de la sumatoria de amortización e intereses que los montos fideicomitados son suficientes.

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 Fideicomiso SUCIVE y que corresponde a la IRN y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

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

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

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

Tal declaración expresamente refiere a una previa afectación preferente a favor del Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración de Deudas de Intendencias por Alumbrado Público en garantía del Acuerdo de Reestructuración de Deuda suscrito el 23/12/13 por dicha Intendencia con la UTE por deudas por alumbrado público. Asimismo, se compromete a notificar a CARE ante cualquier nueva deuda que contraiga y que afecte los bienes fideicomitados. A la fecha de esta actualización, ello no ha ocurrido.

Flujos a recibir y desembolsar por parte del fideicomiso

Los flujos a recibir y desembolsar una vez conocida la cifra emitida fueron recalculados y son los que se exponen en el Cuadro 4.

Se puede comprobar que las cesiones anuales son suficientes para atender los compromisos que demanda la cancelación de los títulos incluyendo los intereses. En efecto, el total de los ingresos a percibir para lo que resta de vigencia del Fideicomiso de acuerdo al cuadro citado es de miles de UI 118.800, como mínimo, para hacer frente a la cancelación de los títulos (amortización e intereses) por un monto total de miles de UI 116.566 aproximadamente. La diferencia es suficiente para cubrir los gastos que demanda la administración del Fideicomiso.

Suficiencia del SUCIVE

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

En tal sentido se dispuso de la recaudación anual hasta 2018 inclusive, ver cuadro siguiente.

Cuadro 5: SUCIVE (miles UI)

año	total	30%	Variación %
2016	56.223	16.867	
2017	58.649	17.595	4,31
2018	61.940	18.582	5,61
2019 (1)	43.266	12.980	

Fuente: CARE en base a RAFISA

(1) primer semestre

La recaudación parcial del año 2019 que se aprecia en el cuadro precedente corresponde al primer semestre; resulta útil comprobar, más allá que como es sabido, la recaudación del tributo vehicular tiene una fuerte concentración en ese periodo, igualmente se puede inferir que mantiene la tendencia creciente de años anteriores.

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

Si se compara los compromisos de cesión de tributos asumidos por la IRN (primera columna del Cuadro 4) los mismos son decrecientes ya que la cuota de amortización de los títulos es fija por lo que los intereses calculados sobre saldos son cada vez menores. En consecuencia, el año de mayor compromiso es siempre el próximo, en este caso el año 2020 ya que el 2019 está parcialmente cancelado. El próximo año la IRN deberá ceder al fideicomiso, miles de UI 13.300. Como se puede comprobar, cifra sensiblemente menor al 30 % de la recaudación generada en 2018 con el agregado que, según se desprende del Cuadro 5, dicha recaudación tiene una tendencia creciente en UI.

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

Suficiencia del Presupuesto de la IRN

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

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

Cuadro 6: Presupuesto IDRN periodo 2016 - 2020 en miles de UI

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

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

De acuerdo al cuadro precedente los ingresos anuales presupuestados son algo superiores a las UI 370 millones. Si tenemos en cuenta que la cesión restante mayor prevista es la del año 2020 con 13.3 millones (Cuadro 4) eso representa para esos años un 3,6 %, una cifra relativamente menor.

Sensibilización

Nada hace suponer, al menos en el corto plazo, un deterioro tal de la economía del país que implique una caída en la recaudación de tributos. No obstante, de acuerdo a la metodología de CARE, a modo de sensibilización se analiza qué pasaría si ocurriera una crisis como la de los años 2001/2002 en que la caída de los ingresos de las IIDD agregadas (exceptuando Montevideo) fue del 14 %.

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

Cuadro 7: Sensibilización (año 2020)

Concepto	miles UI
Ingresos totales abatidos	320.995
Cesión este fideicomiso	(13.300)
Cesión fideicomiso UTE	(982)
Disponible	306.713
Rubro 0	205.799
Excedente	100.914

Fuente: CARE

El análisis de suficiencia en este caso consiste en abatir los ingresos presupuestales en 14 % pagar los compromisos que surgen de ambos fideicomisos y el remanente debe cubrir, como mínimo, el Rubro 0 (sueldos). Se puede comprobar que el resultado es satisfactorio. Más aún, como lo fideicomitado es hasta un 30 % de la recaudación del SUCIVE, si esta cifra cayera en la misma proporción (14 %), la cifra obtenida, de acuerdo al Cuadro 5, para el año 2018 sería de miles de UI 15.981, superior al compromiso de miles de UI 13.300.

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

Riesgos considerados

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

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

V. EL ENTORNO

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

Riesgos considerados

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

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

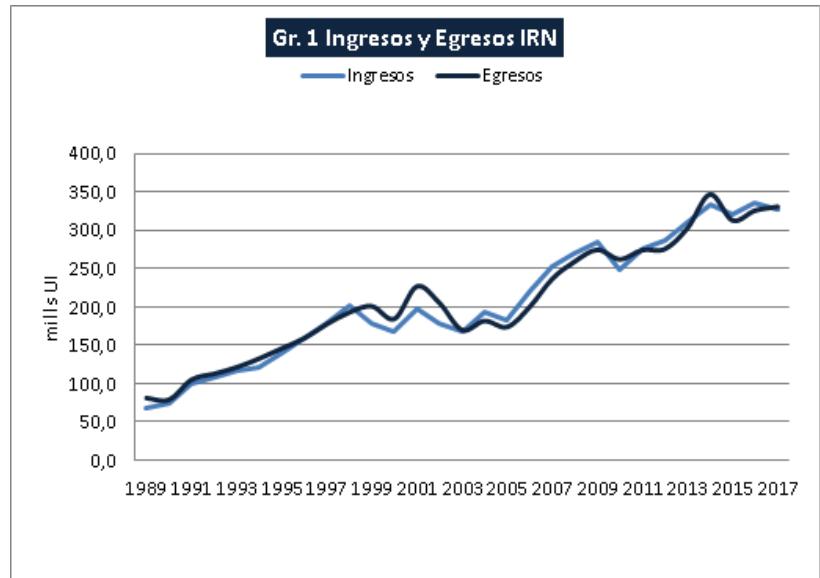
1. Por una parte podemos juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aún cambiando los gobiernos nacionales o municipales como en este caso.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias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

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IRN con anuencia de la JDRN e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar.

Con respecto a los temas presupuestarios⁴, el comportamiento de la administración actual, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos

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

aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación fideicomitida se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intenciones.



Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central dada la vinculación de esta operación no solo con instituciones nacionales, quizás las Administradoras de Fondos Previsionales, sino de éstas con el crédito del país. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba a la fecha de la presente actualización un índice de riesgo país de 147 puntos básicos, se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública.

CUADRO 8 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 ls proyecciones de déficit Global del SPNF, hay que agregarle las proyecciones delPE 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, tanto la propia como la proveniente de transferencias⁵, muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad (que recoge lo sucedido en la recesión de 2001 y 2002); una merma de igual magnitud en la cobranza fideicomitida; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

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

⁵. La información histórica permite afirmar que las transferencias del gobierno central se han reducido menos que la recaudación propia en momentos de crisis.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+ uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor⁶

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁶ BBB + (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. El signo (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**