

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS  
A PARTIR DEL FIDEICOMISO  
FINANCIERO DENOMINADO  
“FINANCIAMIENTO RECAMBIO DE  
LUMINARIAS DE CANELONES I”**

*Montevideo, abril de 2021*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCION
13	II LOS TITULOS MIXTOS
15	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
27	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**CALIFICACIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FIDEICOMISO “ FINANCIAMIENTO RECAMBIO DE LUMINARIAS DE CANELONES I “  
13 - abril - 2021**

<b>Plazo:</b>	Hasta el 5 de mayo de 2039.
<b>Títulos:</b>	títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto comprensivo del total de los Créditos Cedidos
<b>Monto estimado:</b>	hasta UI 325 millones más los intereses de los TTDD que sean capitalizados durante el periodo de gracia previsto: UI 352.6 millones.
<b>Activos Fideicomitidos:</b>	Flujo de fondos proveniente de los derechos de crédito cedidos al fideicomiso.
<b>Emisor y Fiduciario:</b>	RAFISA
<b>Fideicomitente:</b>	EBITAL SA.
<b>Amortización de Capital:</b>	una vez culminado el período de gracia en 18 cuotas anuales iguales y consecutivas en UI conjuntamente con los intereses.
<b>Fecha de Pago (intereses y capital):</b>	5 de mayo de cada año a partir del año 2022.
<b>Tasa:</b>	6 % efectiva anual en UI
<b>Plazo de gracia de capital e interés:</b>	hasta abril de 2022. Durante el periodo de gracia, los intereses que se devenguen serán capitalizados e integrados al capital adeudado.
<b>Asesor jurídico calificación:</b>	Dr. Leandro Rama
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	BEVSA
<b>Agente Estructurador:</b>	Gletir Corredor de Bolsa SA
<b>Calificación:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30 de noviembre de 2021 <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve y Martín Durán Martínez
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

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

## Resumen General

***CARE Calificadora de Riesgo, ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del Fideicomiso Financiero denominado "Financiamiento Recambio de Luminarias de Canelones I" manteniendo la categoría BBB (uy) de grado inversor.***

El presente Fideicomiso es integrado por República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) en su doble condición de Fiduciario del presente y del "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público" y EBITAL SA como Fideicomitente.

La finalidad del mismo deriva de la necesidad de financiar el recambio y ampliación del número de luminarias promovido por la Intendencia de Canelones (IC).

Esta obra está en curso y para su inicio, EBITAL SA en su calidad de empresa concesionaria, contrajo determinados créditos privados por lo que la finalidad de este Fideicomiso es la extinción de dichos créditos (cuyo detalle se explicita más adelante y ya fueron cancelados) así como el repago de los restantes certificados de avance de obra de recambio de luminarias realizados por EBITAL.

Por dicha razón, el Fideicomitente transfiere los Créditos Cedidos al Fideicomiso de modo que con su respaldo el Fiduciario proceda a ofrecer y emitir bajo régimen de oferta pública Títulos de Deuda. A tales efectos la IC cedió a EBITAL, créditos a los que tiene derecho provenientes de: a) La Tasa de Alumbrado Público (TAP) que recauda la UTE en su calidad de agente recaudador de dicho tributo y que pertenece a la IC y, b) por los subsidios de ahorro energético o cambio de tecnología a cargo del Poder Ejecutivo – Ministerio de Economía y Finanzas según normativa vigente.

EBITAL a su vez los cede al Fideicomiso a fin de que el Fiduciario proceda a su securitización mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública en los términos contenidos en el Contrato.

El crédito cedido por la IC ya se encuentra parcialmente cedido a otro fideicomiso que tiene precedencia. Por tal razón, en rigor lo que acá se cede es el remanente una vez cancelada la cuota comprometida en aquel fideicomiso, razón por la cual comparece RAFISA también como fiduciario del mismo.

Dicha cesión se realizó por la suma total en Unidades Indexadas (UI) de 291.886.637, más los intereses a la tasa del 6 % efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada Certificado de Avance de Obra (los "Créditos Cedidos"), más los costos y gastos del Fideicomiso Financiero que se constituye, los cuales serán pagaderos de acuerdo a los términos establecidos en dicho contrato (3,09%). Dichas cesiones fueron debidamente notificadas a UTE, al Ministerio de Economía y Finanzas y la Oficina de Planeamiento y Presupuesto y tendrán un máximo de UI 606.6 millones.

Con el respaldo del patrimonio fideicomitado, la Fiduciaria está realizando la emisión de títulos de deuda de oferta pública en los términos y condiciones establecidos en el contrato, hasta completar el total. El valor de la cesión de los Créditos por parte de EBITAL al Fideicomiso, será equivalente al producido de la colocación de los Títulos de Deuda deducidos los importes establecidos en la Cláusula 12 del Contrato de Fideicomiso. En definitiva, la cifra máxima estimada a emitir utilizada en los cálculos de flujos de fondos del fideicomiso es de: UI 352.6 millones

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

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avaló el informe jurídico realizado por el Asesor Legal de CARE Dr. Leandro Rama que se anexó al informe de calificación original.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de créditos en un monto considerado suficiente.
- La liquidez adecuada del papel en función de su naturaleza sin perjuicio de las características del mercado de valores Uruguayo que no permite garantizarla.

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

- Los créditos cedidos, además de considerarse suficientes en lo que respecta a los montos comprometidos, cuentan con una adecuada garantía en su percepción a través de la intervención de terceros tales como la UTE, el MEF y la propia RAFISA en su calidad de fiduciario de este y anterior fideicomiso beneficiario del subsidio por ahorro energético y cambio tecnológico determinado en la reglamentación vigente.
- No configura un escenario probable una caída de los créditos cedidos que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas.
- Esta operación se suma a otras preexistentes por las cuales la IC ha comprometido ingresos de distinta índole. El análisis conjunto realizado por CARE arroja una razonable seguridad en cuanto a la capacidad económica y financiera de la IC de cumplir con todas ellas.

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

- Si bien este instrumento de financiación no contó con el apoyo unánime de la Junta Departamental (aunque sí con las mayorías necesarias) una vez aprobado el mismo y habiendo generado los compromisos que de él se derivan no parece probable que en un escenario futuro de sucesivos cambios en la conducción política del Departamento, se repudie lo actuado al punto de cancelar obligaciones contractuales legítimas.
- En el primer trimestre de 2020, se declaró una emergencia sanitaria ante la aparición del COVID-19. Dicha circunstancia persiste hasta la fecha, si bien se sabe que ha afectado la actividad económica y con ello la recaudación de tributos municipales, no es posible estimar aún el impacto que estos hechos tendrían en esta operación; no obstante, hasta el momento nada hace suponer que el mismo sea de una magnitud tal que no haya sido contemplada en el análisis de sensibilidad practicado por CARE.
- A marzo de 2021 se ha ejecutado el 82 % de la obra adjudicada.

## 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 RAFISA por un monto total comprensivo del monto total de los Créditos Cedidos. A dicha cifra se le adicionarán los intereses que sean capitalizados durante el plazo de gracia previsto.

Los Activos del Fideicomiso son el flujo de fondos provenientes de los créditos que el Fideicomitente tiene derecho a percibir de acuerdo con el Contrato de Cesión de Créditos definido en el Contrato de Fideicomiso de:

- i) UTE, como Agente de Recaudación de la Tasa de Alumbrado Público de la Intendencia de Canelones y,
- ii) por los subsidios relativos de ahorro energético o cambio de tecnología del Poder Ejecutivo – Ministerio de Economía y Finanzas. Dichos Créditos serán incorporados al Fideicomiso en los términos previstos en la cláusula 6 del Contrato de Fideicomiso y lo dispuesto en el Contrato de Cesión de Créditos. Los Créditos Cedidos son la única forma de repago de los Títulos de Deuda, no asumiendo el Fideicomitente ni el Fiduciario obligación alguna de aportar fondos para aplicarlos al repago de los Títulos de Deuda.

La emisión de los Títulos de Deuda se realiza en virtud de las integraciones efectivamente realizadas. Los Títulos de Deuda son emitidos por un valor nominal equivalente al valor en UI de los Créditos que se transfieren al Fideicomiso, es decir, el monto a emitir será el equivalente en UI comprensivo del monto total de los Créditos Cedidos. A dicha cifra se le adicionarán los intereses que sean capitalizados durante el plazo de gracia previsto así como los gastos de estructura.

Interés

Con el producido de la colocación de los Títulos, el Fiduciario procedió, en primera instancia, a cancelar y extinguir las sumas adeudadas a los agentes financieros de EBITAL: RENMAX Corredores de Bolsa SA y GLT Funding LP (firma canadiense). Los montos adeudados eran: USD 770.000 en el caso de RENMAX y USD 14.400.000 en el caso de GLT. Una vez cumplida esta cancelación, el monto restante de la emisión se destinará al pago de los certificados de obra que se vayan generando por la ejecución de las mismas, lo que así está ocurriendo.

Una vez cancelados los Títulos de Deuda y demás obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, el Fiduciario deberá transferir los bienes del patrimonio fiduciario remanentes, de existir, al Beneficiario Residual (IC).

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera o una recomendación de inversión.

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

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizarán en 18 cuotas anuales, iguales y consecutivas conjuntamente con los intereses correspondientes, luego de finalizado el plazo de gracia estimado para el 5/5/2022, fecha en que se hará el primer pago. El plazo de gracia regirá tanto para amortización de capital como para el pago de intereses los que se capitalizarán. En consecuencia, el último pago se hará el 5/5/2039.

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

## 2. Antecedentes y características de la operación

- Por Resolución N° 17/09297 de fecha 22.12.2017, la Intendencia de Canelones resolvió autorizar el llamado a la Licitación Pública Internacional N° 102/2017 (Licitación). Dicho llamado se realizó en base a la propuesta de iniciativa privada presentada por la empresa EBITAL (conforme lo dispuesto en la Ley N° 17.555) la cual fue aceptada por la Intendencia de Canelones por Resolución N° 17/00180 del 05.01.2017. Luego del proceso de licitación la IC adjudicó la misma por medio de la Resolución N° 18/08438 de fecha 7 de diciembre de 2018. Luego de la intervención del Tribunal de Cuentas, se reiteró el gasto mediante resolución N° 19/01999 de 20 de marzo de 2019.
- De acuerdo con lo previsto en la Licitación, la IC estableció que el pago del precio del contrato de obra celebrado con la empresa adjudicataria se realizará mediante la cesión y transferencia de los siguientes rubros de ingreso: **a)** importes provenientes de lo recaudado en UTE por concepto de Tasa de Alumbrado Público (TAP); **b)** Importes provenientes de los subsidios por concepto de ahorro energético o cambio de tecnología de acuerdo con el régimen legal establecidos para ellos. Previamente, la IC sometió a consideración de la Junta Departamental de Canelones (JDC) el proyecto y su forma de pago, la que con fecha 1 de setiembre de 2017 emitió su anuencia a los términos de la Licitación y forma de financiar la obra por Resolución N° 0526/017 por 23 votos afirmativos en 27 ediles presentes.

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

- En base a los antecedentes anteriores, con fecha 11 de junio de 2019 la IC y EBITAL firmaron un Contrato de Cesión de Créditos (“Cesión de Créditos Originaria”) cuya copia se adjunta como Anexo I del Contrato, la cual establece que la Intendencia cede y transfiere irrevocablemente a EBITAL libre de obligaciones y gravámenes, los créditos que tenga derecho a cobrar de UTE como Agente de Recaudación de la Tasa de Alumbrado Público y del Poder Ejecutivo – Ministerio de Economía y Finanzas por los subsidios relativos con ahorro energético o cambio de tecnología. Dicha cesión se realizó por la suma total en Unidades Indexadas (UI) de 291.886.637, más los intereses a la tasa del 6 % efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada Certificado de Avance de Obra (los “Créditos Cedidos”), más los costos y gastos del Fideicomiso Financiero que se constituyó, los cuales serán pagaderos de acuerdo a los términos establecidos en dicho contrato. Posteriormente, con fecha 31 de julio y 5 de septiembre de 2019 y 28 de abril de 2020 respectivamente, la IC y EBITAL celebraron una Primera, Segunda y Tercera Adenda a la Cesión de Créditos Originaria (en adelante, y conjuntamente con la Cesión de Créditos Originaria, la “Cesión de Créditos”) por las cuales se efectuaron algunas aclaraciones y complementaron los términos de la Cesión de Créditos Originaria en cuanto a su alcance y funcionamiento, cuyas copias se adjuntan en el Anexo I del Contrato. La estimación del monto total a ceder se realiza más adelante.
- La IC y EBITAL notificaron la Cesión de Créditos a UTE, al Ministerio de Economía y Finanzas y la Oficina de Planeamiento y Presupuesto con fecha 17 de junio, 2 de agosto y 5 de setiembre de 2019 y 28 de mayo de 2020 tal como surge de las constancias de notificación y sus respuestas que se adjuntan como Anexo II del Contrato.
- El 24 de julio de 2019, EBITAL celebró con RENMAX Corredores de Bolsa SA un acuerdo de colocación, entre los clientes de RENMAX, por USD 450 mil (deuda emitida por EBITAL). En garantía de dicha operación, EBITAL cede en la misma fecha, créditos por UI 11.103.476 de los que tiene derecho a percibir de la IC. El 12 de agosto de 2019 dicho acuerdo de colocación fue ampliado en USD 320 mil totalizando USD 770 mil con el mismo respaldo.
- Asimismo, con fecha 30 de agosto de 2019, EBITAL celebró con GLT, persona jurídica constituida bajo las leyes de Ontario, Canadá un contrato de apertura de crédito por hasta la suma total de USD 12 millones y con vencimiento final el 27 de junio de 2021 habiéndosele cedido a GLT el derecho a cobrar los créditos que EBITAL mantenía contra UTE como Agente de Recaudación de la Tasa de Alumbrado Público y del Poder Ejecutivo – Ministerio de Economía y Finanzas por los subsidios relativos con ahorro energético o cambio de tecnología (Financiamiento GLT”).
- Con fecha 7 de julio de 2020, EBITAL y GLT ampliaron dicho crédito en USD 2.4 millones lo que hace un total de USD 14.4 millones con el mismo respaldo ya mencionado.

<sup>2</sup>. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2020 se prefiere, por considerarlos más representativos los EE. CC al cierre del primer semestre.

- Con fecha 23 de julio de 2020, RENMAX y GLT suscriben mutuo disenso dejando sin efecto las cesiones recibidas de EBITAL sujeto a las condiciones resolutorias expresamente estipuladas en el referido documento. Básicamente, se sustituyen aquellas cesiones por la cesión que hace EBITAL de los derechos que tiene a cobrar, como Fideicomitente, de los importes que se obtengan de la colocación de la emisión que nos ocupa hasta extinguir totalmente todas las sumas adeudadas a RENMAX y GLT.
- En función de lo establecido anteriormente, y con el objetivo de financiar el pago de la Obra de la Licitación, EBITAL y RAFISA celebran el Contrato de Fideicomiso Financiero de oferta pública objeto de esta calificación.
- Se desprende de lo anterior que el contrato de obra cuyo financiamiento motiva la creación de este fideicomiso y la emisión de los títulos descriptos, cuenta con principio de ejecución. Para ello fue necesario que la empresa adjudicataria (EBITAL) se financiara con terceros (GLT y RENMAX) lo que determinó que la primera integración de los títulos emitidos se destinara a cancelar dichos pasivos así como los gastos iniciales que demandó la creación de este instrumento. Las integraciones posteriores se harán contra presentación de certificados de avance de obra según procedimiento establecido en el Contrato, estimándose una frecuencia mensual.

### 2.1 Operaciones precedentes

La IC ha realizado varias operaciones financieras por las cuales ha cedido parte de la cobranza futura de sus tributos así como, en algún caso, parte de los créditos que se ceden en esta operación. Si bien, como queda dicho, la mayoría de las operaciones anteriores y que se mencionan a continuación no afectan los mismos créditos que afectan la presente operación, todas ellas componen los ingresos que dispone la IC para afrontar sus obligaciones por lo que es pertinente considerarlas en conjunto. El orden de prelación lo determina el orden cronológico en que fueron implementadas. CARE, en tanto calificadora de algunas de ellas posee información proporcionada por República AFISA de aquellas que a la fecha se encuentran vigentes (entre paréntesis se informa el año de vencimiento)

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

En el cuadro siguiente se incluyen todas las cesiones que hasta el momento tiene comprometidas la IC a partir del año 2021. Más adelante, en la sección correspondiente se analiza la incidencia de todas ellas en las finanzas de IC.

<b>Cuadro 1 Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI)</b>									
<b>año</b>	<b>Costaplan</b>	<b>Can I</b>	<b>Can II</b>	<b>Grinor I</b>	<b>Grinor II</b>	<b>UTE</b>	<b>Can III</b>	<b>Luminarias</b>	<b>Totales</b>
2021	18.000	33.600	47.500	20.977	19.992	10.217	64.200		214.486
2022	15.600	33.600	46.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	241.332
2023	15.600	33.600	44.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	239.332
2024	15.600	33.600	42.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	237.332
2025	15.600	32.400	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	234.632
2026	15.600	29.700	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	231.932
2027	15.600		38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	200.232
2028	15.600		37.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	198.732
2029	15.600		36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	198.232
2030	15.600		33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	195.232
2031	15.600		31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	193.232
2032	15.600		22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	184.232
2033	11.700		7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	164.832
2034				20.977	19.992	10.217	64.200	30.746	146.132
2035				20.977	19.992		64.200	30.746	135.915
2036				20.977	19.992		64.200	30.746	135.915
2037							21.400	30.746	52.146
2038								30.746	30.746
2039								30.746	30.746
<b>Totales</b>	<b>201.300</b>	<b>196.500</b>	<b>467.000</b>	<b>335.632</b>	<b>319.872</b>	<b>143.038</b>	<b>1.048.600</b>	<b>553.428</b>	<b>3.265.370</b>

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

En agosto de 2014 se crea el "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"; precisamente, en esa operación se afectan los mismos créditos (en lo que refiere al subsidio del MEF) que se afectan en esta por lo que en el Contrato se aclara: *"Sin perjuicio de ello, el referido acuerdo establece el derecho de la IC a recibir el saldo remanente luego de amortizado los pagos correspondientes al Fideicomiso Financiero UTE "Reestructura Deudas Intendencias por Alumbrado Público", créditos que son los que fueron transferidos por la IC a favor de EBITAL en la Cesión de Créditos"*. Es por esa razón, además, que RAFISA comparece en el citado Contrato, en su doble condición de Fiduciario de ambos fideicomisos.

La cuota anual comprometida por la IC en ese fideicomiso asciende a la cantidad de miles de UI 10.217 y hasta el momento ha sido cubierta sin inconvenientes. Interesa saber cuál es el posible remanente de este crédito una vez cancelada la cuota comprometida precedentemente ya que, en definitiva, es lo que efectivamente se cede. Esto se analizará más adelante.

Por otra parte, el otro crédito cedido, la recaudación de la TAP a cargo de la UTE, se informa, respalda en primera instancia la propia factura emitida por UTE a la IC por alumbrado público. Si bien, de acuerdo al informe jurídico realizado por CARE no se explicita el origen de esta prelación, no hay motivos para sostener lo contrario. De todas formas, también se considera en el análisis de suficiencia practicado por CARE más adelante.

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

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

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

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE de los distintos Fideicomisos que comprometen recursos de la IC (incluyendo este) y en particular el denominado del "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"
- EE.CC de la fiduciaria al 31/12/20
- EE.CC de EBITAL SA al 31/3/20 y su comparativo con el año anterior.
- Documentos de emisión entre diciembre 2020 y febrero 2021
- Nota de RAFISA de fecha 13/10/2020 comunicando la modificación del monto a emitir el que queda fijado en hasta UI 325 millones (antes UI 323 millones) más los intereses capitalizados y costos tal como se describe en este informe.
- Información del operador sobre avance de las obras.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual.

#### **4. Hechos salientes el periodo**

- El monto máximo a emitir fue modificado y quedó establecido en UI 325 millones, según comunicó RAFISA a CARE en nota del 13/10/2020. Más los intereses capitalizados como ya se ha dicho alcanzando una cifra estimada en UI 352.6 millones.
- En virtud de lo anterior, CARE emitió nota de actualización ratificando la calificación original en el entendido que en el cálculo estimativo del monto a emitir agregándole intereses y demás costos contemplaba un eventual incremento como el decidido, menor al 1 % del monto original.
- En el periodo informado se han efectuado 4 emisiones por un valor total acumulado de UI 265.3 millones. De este monto, UI 224.5 millones correspondieron al año 2020 y el resto al 2021. Todas ellas al 6% de interés efectivo anual y con un plazo de gracia de capital e intereses (los que se capitalizarán) que vence en abril de 2022. Es decir, el periodo de repago comenzará en mayo de ese año.
- Con el dinero recibido en la primera emisión se cancelaron, según consta en el balance cerrado en diciembre 2020 en el rubro pagos por participación, los créditos ya mencionados, y a partir de las emisiones siguientes, se fueron cancelando los certificados de avance de obra. Por estos conceptos se abonaron en 2020 un monto de \$ 1.304 millones lo que equivale aproximadamente a USD 30 millones. Así se ha dado cumplimiento a la primera parte del objeto de esta operación.

- En virtud de la crisis sanitaria debieron aplazarse las elecciones de gobiernos departamentales previstas originalmente para el 10 de mayo de 2020. Las mismas se realizaron el 27 de setiembre de 2020 y los intendentes electos asumieron funciones 60 días después, es decir el 27 de noviembre de 2020. Esto implicó, entre otras cosas, que no hubo tiempo material para elaborar un nuevo presupuesto quinquenal por lo que el corriente año 2021 debió afrontarse sin cambios presupuestales. El nuevo presupuesto debería aprobarse en cada Junta Departamental 6 meses después de asumida la nueva administración, esto es al 27 de mayo de 2021. Discusiones mediante y de no mediar prórrogas implica que no entrará en vigencia sino hasta la segunda mitad del año 2021.

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán adquiridos por el o los beneficiarios financieros. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de determinados créditos a que tiene derecho a percibir la IC.

### 1. Descripción General

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

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de la Emisión:</b>	UI 325 millones más los intereses de los TTDD capitalizados durante el periodo de gracia estipulado. Estimación máxima: UI 352.6 millones según RAFISA
<b>Interés:</b>	6 % efectivo anual
<b>Plazo:</b>	Hasta el 5 de mayo de 2039.
<b>Plazo de gracia:</b>	Desde la emisión hasta el 5 de mayo de 2022, fecha en que comienzan los pagos de amortización e intereses. Durante el periodo de gracia (de capital e intereses), los intereses que se devenguen serán capitalizados e integrados al capital adeudado.
<b>Pago de intereses:</b>	Junto con la amortización de capital en 18 cuotas anuales, iguales y consecutivas a partir del 5/5/2022 y hasta el 5/5/2039
<b>Amortización del capital:</b>	Idem pago de intereses
<b>Garantía:</b>	Los bienes fideicomitidos
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Registro:</b>	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

### 2. Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de créditos 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 del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó el informe de calificación original por lo que se considera innecesario reiterarlo acá por lo que sólo se transcriben las principales conclusiones.

*“De la compulsión de estos insumos convencionales y el Prospecto Informativo (en versión borrador), se elabora el presente informe, en el cual adelantamos como concepto general y sin desmedro de ulteriores desarrollos, que la estructura cumple con las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal, en los aspectos relacionados con la capacidad y poder normativo negocial de los contrayentes y no se advierten contingencias jurídicas que comprometan el pago total y puntual de los títulos de deuda a emitirse.”*

En general esta estructura no es muy diferente a otras que ha calificado CARE sin que se hubiesen registrado inconvenientes de tipo jurídico o contractual. Quizás, uno de los aspectos novedosos refiere a la necesidad de EBITAL de financiar el inicio de la obra a la espera de sustanciar esta operación. Para ello, cedió los mismos créditos que acá se ceden en respaldo de los dos créditos obtenidos y ya mencionados en la sección de Antecedentes. A efectos de poder ceder a este fideicomiso dichos créditos, debió, previamente, anular las cesiones dadas oportunamente a sus acreedores. Esto es analizado particularmente en el informe citado:

*“Así las cosas, EBITAL se había desprendido de la titularidad de los créditos que – según su propuesta inicial – serían titularizados en un fideicomiso financiero de oferta pública. De suyo y para cumplir lo convenido con la IC, se instrumentó una solución jurídica financiera que dio satisfacción a todos los involucrados, con los siguientes pasos: a) se recurrió a la figura del mutuo disenso para extinguir los efectos obligacionales de los préstamos y de ese modo revertir los derechos de crédito a EBITAL (cesionario original); b) se incluye una estipulación para otro que consiste en la instrucción que EBITAL - cedente de los Créditos al Fideicomiso - le hace al Fiduciario para que, del precio que resulte del proceso de Emisión de los TD, separe los importes necesarios para la cancelación de los créditos de ambos financiadores, quienes pasan a ser beneficiarios de la estipulación y acreedores del Fideicomiso y c) Esto se habrá de verificar en un momento preciso: cuando se realice la Primera Emisión.”*

Finalmente:

***“En conclusión, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos estructurales 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 muy poco probable. *Riesgo casi nulo.*

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

### III. ADMINISTRACIÓN

En este caso se van analizar dos empresas. Por un lado la encargada de administrar el fideicomiso (la fiduciaria) y por otro, la empresa adjudicataria de la licitación pública para el recambio de lamparillas y fideicomitente de los tributos que le fueran cedidos por la IC. Si bien la gestión de EBITAL no se vincula estrictamente con el riesgo de repago de los títulos emitidos, su actuación condiciona la existencia misma del fideicomiso.

#### a) 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 31/12/2020 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 773.859. Esto supone un incremento algo superior al 10 % respecto al que tenía al 31/12/2019. 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.

<b>Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial de la Fiduciaria (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-20</b>	<b>31-Dec-19</b>	<b>31-Dec-18</b>
<b>Activo</b>	<b>869.245</b>	<b>810.023</b>	<b>705.262</b>
Activo Corriente	199.937	224.515	261.447
Activo no Corriente	669.308	585.508	443.815
<b>Pasivo</b>	<b>95.385</b>	<b>107.260</b>	<b>120.097</b>
Pasivo Corriente	73.727	90.321	101.326
Pasivo no Corriente	21.658	16.940	18.772
<b>Patrimonio</b>	<b>773.859</b>	<b>702.762</b>	<b>585.164</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>869.245</b>	<b>810.023</b>	<b>705.262</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,71</b>	<b>2,49</b>	<b>2,58</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre de 2020, la firma sigue mostrando resultados positivos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a diciembre de 2020 y su comparativo con ejercicios anteriores.

### Cuadro 3: Estado de Resultados de la Fiduciaria (miles de \$)

Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Ingresos Operativos	291.254	270.520	290.623
Gastos de Adm y Ventas	(223.491)	(204.701)	(283.795)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>67.763</b>	<b>65.820</b>	<b>6.828</b>
Resultados Diversos	171	245	56
Resultados Financieros	78.752	65.260	53.691
IRAE	(30.869)	(28.376)	(15.910)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>115.817</b>	<b>102.948</b>	<b>44.665</b>
Otro resultado integral	279	19.465	50
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>116.096</b>	<b>122.413</b>	<b>44.715</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos<sup>4</sup>.

Al 31 de diciembre de 2020, 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.

#### b) La Empresa Adjudicataria

La empresa adjudicataria de la licitación, según procedimientos descriptos en la sección Antecedentes de este informe, es EBITAL SA. Se trata de una empresa uruguaya especializada en el desarrollo, la gestión y la construcción de grandes proyectos, el Presidente del Directorio y Gerencia General es el Ing. Elbio Olaizola.

Su giro principal es "Proyecciones y Construcciones", prestando servicios de construcción de obras de ingeniería civil. Al 31/3/19 (fecha de cierre del ejercicio) contaba con 326 empleados obreros y 19 de administración en planilla.

De la lectura de los EE.CC de EBITAL al 31/3/20 y su comparativo con el ejercicio anterior no surge ningún elemento que permita cuestionar su capacidad económica y financiera de forma tal de poner en riesgo la ejecución de la obra adjudicada.

Bajo la Licitación Pública Internacional N° 101/2017, la Intendencia de Canelones llamó a oferentes para llevar adelante la siguiente obra y entrega de suministros:

**a) Rubro recambio a luminaria LED:** El mismo estaba compuesto por el recambio de 45.000 luminarias actuales por luminarias con tecnología LED tomando la disposición de la infraestructura actual instalada en sodio. (1 OOW, 150W, 250W) igualando o mejorando la performance lumínica actual con un menor consumo energético.

**b) Rubro tele gestión:** La incorporación de sistema de tele gestión estándar que permita el monitoreo de la totalidad de las luminarias a recambiar y luminarias LED hoy instaladas, 45.000 en el periodo. La telegestión (estándar) debe ser independiente de la luminaria marca y modelo, dado que debe ser compatibles con las luminarias LED ya instaladas.) y ser posibles con la conexión con futuras adquisiciones, el sistema deberá estar dimensionado para soportar la conexión de por lo menos 100.000 luminarias simultáneas.

**c) Rubro suministros obra nueva:** Suministro de los materiales a utilizar en el crecimiento de la obra nueva estimados en 15.000 nuevos puntos de iluminación en tecnología LED y telegestión incorporada.

<sup>4</sup> En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

**d) Rubro Implementos:** Suministro de materiales y herramientas para el funcionamiento y control general del sistema.

Una completa relación de los antecedentes de EBITAL puede consultarse en el Prospecto Informativo; desde la diversidad de servicios que presta así como la nómina de las obras más destacadas en que ha participado desde 2005 a la fecha.

Posee certificados vigentes, expedidos por UNIT, de gestión de la Calidad así como de la Seguridad y la Salud Ocupacional.

Por otra parte, como se ha dicho, la obra adjudicada ya se está ejecutando. A marzo de 2021, según informa la firma, se ha ejecutado el 82 % de la obra adjudicada.

Queda demostrada entonces la capacidad técnica de EBITAL para ejecutar la obra en cuestión, así como su capacidad financiera para afrontarla, ya sea con capital propio o tomando deuda como se sabe ocurrió. Nada ha ocurrido en el periodo transcurrido desde la calificación original, que haya llegado a conocimiento de CARE, que justifique un cambio de juicio en este aspecto.

Como ya se ha mencionado, si bien la gestión de EBITAL no se vincula estrictamente con el riesgo de repago de los títulos emitidos, su actuación condiciona la existencia misma del fideicomiso. Los análisis practicados permiten suponer que habrán de cumplir satisfactoriamente con su función.

### **e) El Fideicomiso**

El contrato que constituye el presente fideicomiso se firma el 23 de julio de 2020 entre el fiduciario RAFISA y el fideicomitente EBITAL SA. RAFISA concurre también en su condición de fiduciario del fideicomiso creado oportunamente para la reestructuración de deudas que por alumbrado público varias intendencias (incluida la IC) tenía con la UTE. Esto es así porque uno de los créditos fideicomitados en este fideicomiso también lo fue en aquel que tiene prioridad.

Con fecha 27/10/2020, el BCU emite la Comunicación 2020/15 por la que se inscribe en el Registro del Mercado de Valores los Títulos de Deuda a emitirse por este fideicomiso.

Tiene por finalidad, en primera instancia, la cancelación de los créditos tomados por EBITAL para el comienzo de la obra adjudicada: con RENMAX, USD 770.000 y GLT USD 14.400.000 así como el pago de los certificados de obra que resten hasta completar la misma. El Fideicomiso ya cumplió con la cancelación de los créditos.

Al momento de escribir este informe se han realizado 4 emisiones por un valor total de, algo más de UI 265 millones; todas ellas con un interés del 6 % efectivo anual y con el plazo de gracia ya indicado, esto es, hasta abril de 2022 y cuyo plazo de cancelación vence el 5/5/2039.

Se reitera que la obra adjudicada tiene presupuesto de UI 292 millones y que hasta marzo del corriente año ya se ha ejecutado el 82 %, equivalente a UI 240 millones por lo que restan unos UI 52 millones, cifra aproximada a lo que resta emitir.

En el cuadro siguiente se expone el estado de situación del fideicomiso al 31/12/20. No corresponde comparativo por ser el primer ejercicio.

## Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (M\$)

Concepto	31-Dec-20
<b>Activo</b>	<b>1.324.450</b>
Activo Corriente	10.825
Activo no Corriente	1.313.625
<b>Pasivo</b>	<b>1.322.247</b>
Pasivo Corriente	19.194
Pasivo no Corriente	1.303.053
<b>Patrimonio</b>	<b>2.203</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.324.450</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,56</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

De las 4 emisiones mencionadas, dos de ellas se realizaron en diciembre 2020 (los días 2 y 23) por un total de UI 225.1 millones (incluye intereses capitalizados), las únicas que recoge el cuadro precedente. Las dos restantes fueron realizadas el 28 de enero y 25 de febrero de 2021 por un total de UI 40.1 millones.

La emisión máxima total estimada por RAFISA asciende a UI 352.591.699, incluyendo los intereses capitalizables en el periodo de gracia; esta cifra, sumada a los intereses generados en los 18 años de amortización a partir de mayo de 2022, arroja una cifra total de UI 553.423.824, inferior a la máxima cesión acordada de UI 606.600.000. La cifra exacta emitida se conocerá cuando concluya la obra y se tramite el último certificado; la estimación precedente determinó una cuota anual en concepto de amortización e intereses de UI 30.7 millones (entre 2022 y 2039) cifra que se está utilizando en las proyecciones.

Las cifras parciales, en virtud de lo efectivamente emitido en 2020 según se recoge de los EE.CC al cierre de ese año, determina un cronograma de cesiones a recibir y pagos a realizar por concepto de amortización e intereses de UI 21.2 millones anuales entre 2022 y 2039.

### Riesgos considerados:

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, este riesgo se considera inexistente tanto por parte de la fiduciaria como del contratista. 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 y al hecho que la adjudicación de la licitación no ha sido cuestionada, 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.

<sup>4</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>5</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaran

<sup>6</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500

<sup>7</sup>. Han venido recuperando luego de las valores extremadamente bajos de 2020 y hoy se ubican entorno al 1,5%).

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

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de los créditos cedidos por la IC a EBITAL y que éste cede al fideicomiso. Con dicho respaldo el Fiduciario emitirá los Títulos de Deuda por un valor nominal equivalente al valor en UI de los Créditos que se transfieren al Fideicomiso, sumado el interés del 6% calculado según se describe en el Prospecto más gastos de constitución.

El importe final de la emisión, como se aclara oportunamente, variará en función de los intereses de los títulos, los que se emiten contra obra realizada, por lo que el plazo es indeterminado. Por este motivo, dado que puede haber varias posibilidades de emisiones en el tiempo, CARE ha tomado la hipótesis utilizada por RAFISA al realizar los cálculos iniciales, los que la realidad irá ajustando aunque se consideran un máximo posible, esto es UI 352.6 millones. El monto de las 18 cuotas anuales resultante para cancelar los TTDD incluyendo los intereses a partir de mayo 2022 sería en este caso de UI 30.745.768 cada una.

Se estableció un cronograma de integración (y emisión) pari pasu con los Certificados Mensuales de Obra Ejecutada presentados por EBITAL y aprobados por la IC; excepto para la primera integración con cuyo producido el Fiduciario constituirá un fondo *“para hacer frente a gastos, costos y tributos que graven el Fideicomiso durante el período de gracia hasta que se comience a recibir los Créditos para el repago de los Títulos de Deuda y sus gastos, costos, honorarios y tributos”*.

Entre otras obligaciones a cancelar con la primera integración se encuentra, como se ha dicho, la cancelación de los créditos con RENMAX y GLT según procedimiento acordado en el Contrato. Esto es así porque la obra en cuestión (cambio de luminarias) cuenta con principio de ejecución y para hacerlo posible, la empresa adjudicataria (EBITAL) contrajo deudas con ambas entidades (un total de USD 15.170.000). Obligación ya cancelada.

Como queda dicho, los créditos que se ceden son de dos fuentes:

- a) Recaudación de la **Tasa de Alumbrado Público (TAP)**, tributo departamental regulado en el Decreto N° 57 de 27 de Diciembre de 2012 y Resolución N° 13/01411 de 21 de marzo de 2013.

Esta tasa es recaudada directamente por la IC o a través de agentes recaudadores contratados por la IC. Es el caso de la UTE que recauda alrededor del 90% del total a través de la factura de consumo de los usuarios. A los efectos de esta operación, se considera únicamente lo recaudado a través de la UTE tal cual se desprende de los documentos respectivos y respetando la prelación en el cobro que tiene el ente energético.

- b) Créditos provenientes del **subsidio de eficiencia energética** actualmente regulado por el artículo 679 de la Ley N° 19.355.

Este tiene dos componentes: el subsidio para el pago de la facturación anual de la tarifa de energía por alumbrado público a pagar a UTE por un 40% de dicho monto y, por otro lado, un subsidio para incentivar planes de eficiencia energética.

De acuerdo a esto y en base a determinados supuestos, considerados a priori razonables, se determinó el valor de los créditos cedidos los que deberán cubrir el precio pactado en la licitación: UI 291.886.637, más el 6 % anual de intereses más el 3,09 % por concepto de costos asociados a la emisión.

Luego del ligero cambio de la cifra a emitir informada en el prospecto, RAFISA presentó una estimación del flujo de fondos proyectado para el repago de los Títulos. Para ello fue necesario, se reitera, elaborar una serie de supuestos que a priori lucen razonables. Además, se tuvo en cuenta el avance de obra verificado desde junio de 2019 (lo que constituye un dato que arroja más certeza al cálculo); el plazo de gracia estipulado para el pago de capital e intereses así como la capitalización de los intereses devengados en dicho periodo y los costos necesarios para estructurar esta operación. Como resultado se estimó que el Fideicomiso deberá pagar 18 cuotas, entre los años 2022 y 2039 de UI 30.745.768 por concepto de amortización e intereses por lo que esta cifra, más lo que corresponda por los gastos de administración, es la que deberá cubrirse con los créditos cedidos. La cifra exacta se conocerá cuando se culmine la obra y se conozca el último certificado de pago.

El Prospecto informa sobre la estimación de ambos créditos (los cedidos al Fideicomiso) en base a fuentes y supuestos que no merecen observaciones, así como los compromisos que debe afrontar según se detalla a continuación.

<b>Cuadro 5: Proyección flujo anual</b>	
<b>Concepto</b>	<b>miles UI</b>
<b>Ingresos</b>	<b>136.965</b>
TAP - UTE	113.036
Subsidio 40%	17.121
Subsidio Eficiencia Energética	6.808
<b>Egresos</b>	<b>83.854</b>
Compromiso Fideicomiso UTE	10.217
Cancelación este Fideicomiso	30.746
Consumo IC en UTE menos ahorro	42.891
<b>Excedente</b>	<b>53.111</b>

Fuente: Prospecto Informativo

Las cifras del cuadro precedente son para un año tipo y se repiten a lo largo de la duración esperada del Fideicomiso excepto a partir del año 2035, año en que se habrá cancelado el Fideicomiso de alumbrado público con la UTE, por lo que el excedente esperado a partir de esa fecha será mayor en esa cifra. Puede observarse, además, que en los egresos están contemplados los dos conceptos que son respaldados prioritariamente por los créditos cedidos, esto es, la cuota del Fideicomiso con UTE (subsidio MEF) y la factura de UTE a la IC por el consumo regular (TAP recaudada por UTE).

Las cifras presentadas en dicho cuadro fueron calculadas en base a criterios considerados conservadores. En efecto, de acuerdo con los informes técnicos incluidos en el expediente de la licitación, el ahorro energético y el ahorro monetario de la Intendencia ascienden a un 59% una vez que todo el proyecto esté en funcionamiento. Además, mediante la obra objeto de la licitación, la Intendencia puede acceder a más y mejores subsidios presupuestales bajo el régimen previsto legalmente y a cargo de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto en el marco del régimen de eficiencia energética.

La recaudación de TAP ha mostrado un crecimiento sostenido, alcanzando un incremento anual promedio (año 2013 a 2019) de 7% en términos reales. Entre 2018 y 2019 dicha recaudación se incrementó un 3.1%, el importe considerado en el cuadro precedente se corresponde con lo recaudado en 2019.

Por su parte, la recaudación del subsidio (40% facturación AP medido) se mantuvo estable en los últimos 5 años con un leve crecimiento, esto se debe a que acompaña al consumo que realiza la Intendencia en UTE. La facturación de alumbrado público medida en el año 2020 correspondiente a la IC tuvo una caída significativa (del orden del 18 %); según se puede observar en el Cuadro 5, una caída de este rubro afecta el ingreso por subsidio pero afecta en mayor medida el egreso por consumo.

<b>Cuadro 6 : AP medido</b>	
<b>Año</b>	<b>miles UI</b>
2020	45.475
2019	55.417
2018	55.498
2017	55.152

Fuente: CARE en base a UTE

Por otro lado, el subsidio (eficiencia energética) se cobró por primera vez en el año 2016, en el año 2019 tuvo un fuerte aumento (mayor al 120% en relación al 2018), esto es debido a la aplicación de planes de eficiencia por parte de la Intendencia. En este caso, conservadoramente, se tomó el ingreso correspondiente al año 2018.

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

No obstante lo anterior, en virtud de la profusión de fideicomisos suscriptos por la IC (ver Cuadro 1) que comprometen parte de sus ingresos futuros, interesa analizar la afectación de los mismos considerando dichos compromisos, incluyendo éste.

En el Cuadro 1 se puede observar la totalidad de los compromisos anuales asumidos por la IC en los distintos fideicomisos según fecha de vencimiento. Todos ellos están respaldados por cesiones de tributos u otros ingresos a que tiene derecho la IC por lo que afectan de un modo u otro la libre disponibilidad de ingresos futuros. De acuerdo a dicho cronograma, el año de mayor afectación sería el año 2022 con miles de UI 241.332, precisamente el año en que debe comenzar a cancelarse esta operación. Interesa por tanto, analizar la incidencia de esa cifra en el total del presupuesto de la IC.

Al momento de redactar este informe sigue vigente el presupuesto quinquenal correspondiente al periodo 2016 – 2020 por las razones ya expresadas en otra sección. Pero para el año de mayor cesión (2022) regirá un nuevo presupuesto actualmente en elaboración. No hay forma de conocer en este momento su contenido pero sí es lógico suponer que estos compromisos habrán de tenerse en cuenta; mientras tanto, el análisis que se pretende hacer deberá hacerse con el presupuesto hoy vigente y que se expone en el cuadro siguiente.

## Cuadro 7 Presupuesto IC en miles de UI

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

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

Si se compara la mayor cifra comprometida según Cuadro 1 con los ingresos presupuestados para el año 2020, aquella representa un 13,33 % del total de dichos ingresos; relación no despreciable pero que deja indemne un rubro tan sensible como lo es el correspondiente a los servicios personales tal como se demuestra en el cuadro siguiente.

## Cuadro 8: análisis de cobertura Rubro 0 (miles UI)

Concepto	2020
Ingresos totales de la IC	1.810.993
Cesiones totales año 2022	241.332
<b>Excedente</b>	<b>1.569.661</b>
Rubro 0 año 2020	762.999
<b>Saldo disponible</b>	<b>806.662</b>

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se reitera que el análisis precedente es una aproximación a la realidad puesto que no se conoce aún el nuevo presupuesto de la IC. Por otra parte, es de hacer notar que la cuantía de los créditos cedidos en esta operación está relacionada con la obra que motiva la misma. En efecto, una vez completado el recambio de luminarias, se espera que Canelones cuente con mayor alumbrado público pero con un consumo más eficiente. El efecto debería ser un incremento en la recaudación de los créditos fideicomitidos. De alguna forma puede inferirse que la obra se financia por si misma.

### Análisis de sensibilidad

No obstante lo anterior y dada la superposición de compromisos que en este sentido viene asumiendo la IC, CARE consideró necesario analizar la eventualidad de una fuerte caída en los ingresos municipales producto de una crisis como la que atraviesa el país por motivo de la pandemia.

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

A modo de análisis de sensibilidad, entonces, se reconstruye el Cuadro 7 en que se consideran los mismos compromisos básicos y se les confronta con los ingresos abatidos en 14%; el resultado se expone en el cuadro siguiente.

## Cuadro 9: análisis de cobertura Rubro 0 (miles UI)

Concepto	2020
Ingresos de la IC (abatidos un 14%)	1.557.454
Cesiones totales año 2022	241.461
<b>Excedente</b>	<b>1.315.993</b>
Rubro 0 año 2020	762.999
<b>Saldo disponible</b>	<b>552.994</b>

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede comprobar, entonces, que aún en el caso en que ocurriera una drástica caída en los ingresos (14% en términos reales) los recursos obtenidos serían suficientes para cancelar los compromisos financieros sin que se afecte el Rubro 0.

Cabe agregar, además, que si bien se reconoce que el país está atravesando por una recesión económica, explicada en buena medida por la pandemia ya comentada, cerrado el año 2020, la caída del PBI resultó ser 5,9 %, relevante si, pero sensiblemente menor al 14 % registrado en la crisis citada.

### Riesgos considerados

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

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

**Riesgo Constructivo.** Es el riesgo del no pago de los títulos por el incumplimiento en la realización de la obra comprometida, en este caso el recambio de luminarias. Dada la forma en que se definió el activo fideicomitido, la emisión e integración de los títulos se produce solo sobre la presentación y aprobación de certificados mensuales de obra ejecutada y aprobada por la IC, por lo que, ante la hipótesis de incumplimiento, la consecuencia es que no hay emisión. Respecto a la emisión para cancelar deudas, las mismas refieren a obra ya ejecutada. Por lo tanto no hay riesgo constructivo en el repago de los títulos. *Riesgo casi nulo.*

## V. EL ENTORNO

Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de la perspectiva de su mantenimiento. En este caso la generación de flujos no tiene vínculo alguno con el desempeño de algún negocio o sector concreto a ser evaluado en su capacidad de generar flujos. No hay por tanto un mercado a analizar ya que el flujo se genera por decisiones políticas, 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, aun 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 aun existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

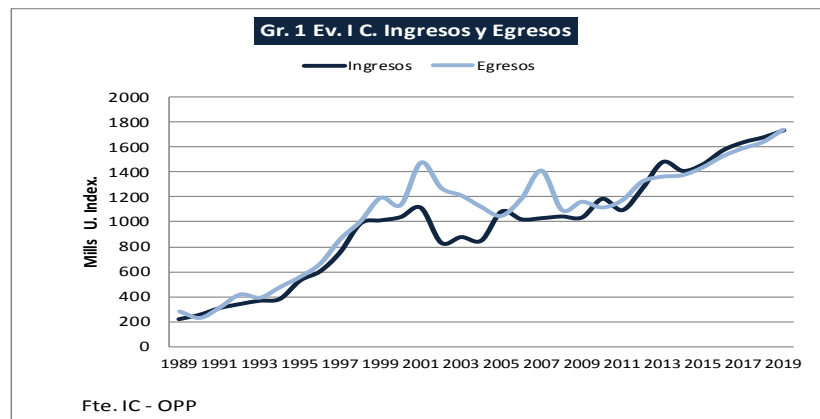
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC (por una mayoría de 23 ediles en 27 presentes) e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar. Además, la recomposición de la reputación de la IC respecto de acreedores que son importantes para la realización de obras futuras, o más bien las consecuencias de su eventual desconocimiento haría seguramente muy difícil la gestión municipal. En el caso particular que nos ocupa, además, las fuentes de los créditos cedidos tienen que ver con disposiciones presupuestales nacionales y acuerdos con la UTE.

Con respecto a los temas presupuestarios de la IC<sup>5</sup>, tanto la administración actual como lo que se puede colegir del comportamiento de las futuras, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones

<sup>5</sup> CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aun considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación cedida procede de fuentes ajenas a la IC con mandato de transferirla en primera instancia a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de los ingresos de la IC fue analizada en este mismo informe bajo el título Análisis de Sensibilidad comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico.

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



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 al 8/4/21, con un índice de riesgo país de 125 puntos básicos, se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública.

Así como no se prevé un desequilibrio pronunciado en las cuentas municipales, lo mismo puede decirse a nivel nacional. Esto se recoge en las estimaciones del cuadro que sigue.

<sup>9</sup>. Blanched Hardwood Kraft Pulp

## CUADRO 10 VARIABLES MACRO ECONOMICAS-FINANC. marzo 2021 Proyecciones FMI - Revis. Marz 2021

<b>A Mundo (var. % c/ período previo)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>		
PIB mundial (vol. físico)	-3,3	6,0	4,4		
Estados Unidos	-3,5	6,4	3,5		
PIB China	2,3	8,4	5,6		
PIB Brasil	-4,1	3,7	2,6		
PIB Argentina	-10,4	4,5	2,7		
Tasa interés Libor depósitos USD 6M	0,7	0,3	0,4		
Precios Commodities Alimenticios	6,7	16,1	-1,9		
<b>B Uruguay</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota)	-5,9	4,3	2,5	4,2	3,9
PiB (Mills USD)	49,2	51,7	53,0	53,3	57,6
Exportaciones Bienes FOB (var % en USD)	-8,8	12,3	5,7	5	6
Importaciones bienes (CIF (var % en USD) sin Petroleo)	-3,9	5	2,8	4,2	4
Cuenta Corriente (en %/PIB)	0,3	0,3	0,3	3,2	4,8
Deuda Neta (% PIB)	56,6	61,7	64	63,8	63,9
IPC ( Cierre del año, var % con previo)	9,4	7,7	6,1	5,1	4
T.C (\$/USD)	42,5	45,3	48,1	50,6	52,6
Var % TC (Supuesto de trabajo)	20,6	6,5	6,3	5,2	4,0
Poblac. Ocupada (Mills personas)	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
Población ocupada, var %)	-3,4	3,2	1,5	1,9	1,8
<b>B*Resultado Global SP consolidado (sin "cincuentones")</b>	<b>-6,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,5</b>
<b>C. Encuesta de Expectativas Privadas (BCU mensual)</b>	<b>Verif.</b>	<b>EXP</b>	<b>en marzo 2021</b>		
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>		
PIB (Var. Anual en vol físico)	<b>-5,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,5%</b>		
IPC (variación prom. anual)	<b>9,4%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,8%</b>		
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)	<b>42,3</b>	<b>45,5</b>	<b>48,1</b>		
Devaluación estimada - var % c/período previo	<b>12,80%</b>	<b>7,6%</b>	<b>5,7%</b>		

Nota: En 8/2/2021 El MEF ajusto sus proyecciones de crecimiento y resultado fiscal en atención al efecto COVID. los ajustes de crecimiento del PIB para 2020 y 2021 fueron de **-3,5% y +4,3%** respectivamente; en lo que refiere al déficit fiscal de 2020 l de 6,0% a **-6,4%** del PIB. En marzo 2021, la variación del PIB informado por las cuentas nacionales develado por el BCU fue de -5,9%  
**Ftes.** A.Outlook FMI Marz. 2021 (Argentina BCRA) - B. **Mensaje Proyecto de Ley Presupuesto 2020-2024 en oct 2020;** B\* Fiscal: MEF en 9-2-2021 ; C.Expectativas - Consenso BCU - **Marz. 2021 (El BCU comenzó en marzo 2021 a informar las expectativas de crecimiento promedio anual para los próximos cinco años: 2,5%).**

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que por el momento no se advierte, asociada a una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad; una merma de igual magnitud en la cobranza de tributos; 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.*

<sup>10</sup>. World Bank Commodity Price Forecast. Octubre de 2020.

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por la IC como por RAFISA y los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB y de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor<sup>6</sup>.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

<sup>6</sup> **CATEGORÍA BBB (80 a 84.9 puntos)**

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