

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A  
PARTIR DEL DENOMINADO  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
MALDONADO I”**

*Montevideo, junio de 2021*

---

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

---

## Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Maldonado I” 04 - junio - 2021

<b>Plazo:</b>	Máximo de 15 años desde la fecha de emisión;
<b>Títulos</b>	representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto de hasta un valor nominal equivalente en UI a USD 55.000.000.
<b>Activos Fideicomitados:</b>	Flujo de Fondos provenientes de los Créditos SUCIVE que se transfieren al presente Fideicomiso.
<b>Fiduciario y Emisor:</b>	República AFISA
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia de Maldonado
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagaderos en forma cuatrimestral los días 5 de febrero, junio y octubre de cada año. El primer pago de intereses se realizaría el 5 de octubre de 2021.
<b>Tasa:</b>	a fijarse por parte del fiduciario al momento de la emisión
<b>Plazo de gracia:</b>	para comenzar el repago del capital, hasta enero de 2023.
<b>Amortización de capital:</b>	El capital de los Títulos de Deuda se pagará en 14 cuotas anuales, iguales y consecutivas en cada mes de febrero a partir del 5 de febrero de 2023. Hay opción de amortización acelerada.
<b>Asesor jurídico calificación</b>	Dr. Leandro Rama
<b>Entidad Registrante:</b>	BVM
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Administración y pago:</b>	República AFISA
<b>Calificación:</b>	BBB+.uy
<b>Vigencia:</b>	hasta el 30/04/22 <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Martín Durán y Julio Preve
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

<sup>1</sup> Siempre que se emita antes de fin del corriente año, de lo contrario caducará a los 6 meses. 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 calificado los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Maldonado I" con la categoría BBB+.uy de grado inversor.***

La Intendencia Departamental de Maldonado (en adelante IM) presentaba al cierre del ejercicio 2020, un endeudamiento cercano a los 90 millones de dólares con varias instituciones financieras locales.

Con el objeto de cancelar los pasivos financieros de corto plazo y recomponer los fondos operativos, la IM resolvió la constitución de dos fideicomisos financieros: uno de oferta pública, que es el que se califica, y otro de oferta privada que emitirá por un tope de USD 40 millones. Con fecha 23 de abril de 2021, se constituyó el presente Fideicomiso Financiero, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 17.703.

En el mismo, se pactó la securitización del flujo de fondos de recaudación SUCIVE y la emisión mediante oferta pública de Títulos de Deuda por un monto máximo expresado en Unidades Indexadas equivalente a USD 55 millones.

La IM propone fideicomitir el flujo de tributos provenientes del Fideicomiso SUCIVE hasta una suma final equivalente a UI 724.1 millones más los fondos necesarios para atender gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial, para su integración al patrimonio del fideicomiso, como fuente de pago de los Títulos de Deuda emitidos.

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

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avala el informe jurídico realizado por el Dr. Leandro Rama y que se adjunta como anexo a este informe de calificación.
- La garantía adecuada, a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente cedida al Fideicomiso
- La liquidez adecuada del papel en función de su naturaleza sin perjuicio de las características del mercado de valores Uruguayo.
- Una administración fiduciaria con capacidad ampliamente demostrada.

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

- Practicado el análisis de suficiencia por parte de CARE no se encontraron dificultades para que la IM pudiera cumplir con los recursos fideicomitados a que se compromete en esta operación, siendo asimismo suficientes para la cancelación de los títulos, los intereses y demás gastos asociados.
- No configura un escenario probable una caída de la recaudación del SUCIVE de una magnitud tal que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas y que no haya sido contemplado en el análisis de sensibilidad practicado por CARE.

- Las obligaciones emergentes de este fideicomiso representan algo más del 4 % de los ingresos totales de la IM y alrededor del 16 % de la cobranza cedida para el año de mayor cesión. En ningún caso analizado se compromete la cobertura del Rubro 0<sup>2</sup>.

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

- Este instrumento de financiación contó para su aprobación con el apoyo de 21 en 31 ediles de la Junta Departamental de Maldonado, cumpliendo de esa manera con la mayoría especial necesaria para su aprobación. Una vez aprobado el mismo no parece probable que en un escenario futuro de sucesivos cambios en la conducción política del Departamento, se repudie lo actuado al punto de comprometer obligaciones contractuales legítimas.
- La crisis sanitaria desatada por el Covid 19 no ha tenido (ni se prevé que lo tenga en el futuro inmediato) un impacto mayor que no haya sido contemplado en los análisis de suficiencia y sensibilidad practicados por CARE.

<sup>2</sup>. De acuerdo al manual de procedimientos de CARE la indemnidad del Rubro 0 es el mínimo aceptable para merecer grado inversor

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar la emisión de los títulos representativos de deuda de oferta pública que emitirá República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante RAFISA) por un monto total en UI del equivalente a, como máximo, USD 55 millones. Esta cifra representa el monto necesario con el cual la IM se propone cancelar sus pasivos financieros de corto plazo y a la vez, recomponer los fondos operativos con los cuales poder cumplir con sus cometidos específicos. Los pasivos a cancelar se explicitan en el Cuadro 1

Los títulos se emitirán con el respaldo de los componentes del presente Fideicomiso Financiero. Estos consisten en la cesión por parte de la IM de un flujo de fondos por hasta UI 724.1 millones provenientes de los créditos del Fideicomiso SUCIVE que le corresponden; más las sumas necesarias como para cubrir los gastos asociados a esta operación.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe tomarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio<sup>3</sup>.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés según corresponda<sup>4</sup>.

La presente será una emisión de oferta pública, de títulos valores que serán emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizarán en un plazo máximo de 15 años desde la fecha de emisión, previéndose su cancelación el 5 de febrero de 2036, aunque se contempla una opción de amortización acelerada. La amortización se hará al término del periodo de gracia en 14 cuotas anuales iguales y consecutivas a partir de febrero de 2023. Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagaderos en forma cuatrimestral en febrero, junio y octubre de cada año. El primer pago de intereses se realizará el 05 de octubre de 2021. La tasa de interés será fijada en el documento de emisión.

En febrero de 2023, habrá una opción de amortización acelerada (la "Opción") por un valor nominal total máximo equivalente a 1/14 del valor nominal emitido (el "Monto de Amortización Inicial"), a favor de los Titulares, con un tope individual de valor nominal de UI 500.000. El precio de ejercicio de la opción será equivalente a 99.5% del precio de corte de la emisión.

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

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

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 Martín Durán Martínez, y por Julio Preve. Contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjunta como Anexo 1 de esta calificación. Tendrá vigencia hasta el 30/4/2021 siempre y cuando la emisión se realice antes del final del año 2021, en caso contrario caducará a los seis meses de emitida.

## 2. Antecedentes

- La Intendencia de Maldonado mantiene un endeudamiento estructural, que al cierre del año 2020 ascendía a casi USD 90 millones. Dicho endeudamiento ha sido atendido desde hace más de veinte años con financiamientos de corto plazo proveniente de instituciones financieras de plaza, lo que ha limitado las posibilidades de destinar recursos a determinadas áreas prioritarias para el Gobierno Departamental.
- En el transcurso del primer trimestre del año 2021, se cancelaron parte de los pasivos financieros de corto plazo. Dicha cancelación fue mediante la aplicación de recursos propios de la Intendencia y trajo aparejada una afectación importante sobre los ingresos del año 2021, que es necesario recomponer.
- A efectos de permitir una solución integral a esta problemática, la Junta Departamental de Maldonado con fecha 26/02/21 otorgó la anuencia al Ejecutivo Departamental para comenzar un proceso de reestructurar su endeudamiento, obteniendo hasta USD 95 millones mediante la constitución de dos fideicomisos financieros:
  - a)** el presente fideicomiso financiero de oferta pública el cual realizará la emisión de títulos de deuda por hasta USD 55 millones con un plazo máximo de 15 años y
  - b)** un segundo fideicomiso financiero de oferta privada el cual emitirá títulos de deuda por los restantes USD 40 millones con un plazo máximo de 15 años.Este financiamiento se gestionará con el Banco República Oriental del Uruguay. Asimismo, se da anuencia a la IM para contraer créditos de corto plazo en el sistema financiero tradicional por hasta USD 30 millones, a ser cancelados con los fondos obtenidos en los fideicomisos mencionados.
- El objetivo de la constitución de estos fideicomisos es obtener financiamiento con el fin de reperfilar el endeudamiento de la IM (transformando el mismo en un endeudamiento de largo plazo) y recomponer los fondos operativos utilizados para la cancelación de pasivos antes mencionada.
- La IM resuelve la constitución de ambos fideicomisos en Acto No. 1329/2021 de fecha 5/3/2021.

- Finalmente, se da cuenta de sendas intervenciones del Tribunal de Cuentas de la República: Resoluciones 2205/2020 y 358/2021 de fechas 11/11/2020 y 18/2/2021 respectivamente y el dictamen último, Resolución 558 de fecha 24/3/2021 en que considera cumplido el requisito del artículo 301.2 de la Constitución de la República no formulando observaciones a lo actuado.
- Este proceso de reestructura permitirá extender el plazo para la cancelación de sus obligaciones financieras, lo que traerá aparejado una disminución de dicho rubro en su Presupuesto Anual, posibilitando destinar recursos para cumplir con los propósitos del Gobierno Departamental. Asimismo, la obtención de financiamiento de largo plazo permitirá una reducción en el costo por intereses debido a la disminución de la tasa de interés esperada.

A continuación se detalla el proceso de reestructura de deuda, el cual culminará en febrero de 2022, con la cancelación de los últimos pasivos de corto plazo.

<b>Cuadro 1: Plan de gestión de deuda</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Miles USD*</b>
Saldo al 31/12/2020	88.000
Cancelación 1er trim 2021	(67.000)
Préstamos C/P a feb 2022	30.000
FF oferta pública	55.000
FF oferta privada	40.000
Cancelación deuda- jun 2021	(21.000)
Cancelación préstamos - feb 2022	(30.000)
Saldo final- endeudamiento L/P	95.000

\* montos aproximados, sin intereses  
Fuente: IM

El cuadro precedente, expone el plan de manejo de deuda propuesto por la IM a partir del saldo registrado a fin de 2020 de USD 88 millones, lo cancelado con fondos propios durante el primer trimestre de 2021 y haciendo uso de la anuencia concedida por la Junta Departamental de contraer un nuevo endeudamiento de corto plazo por USD 30 millones a cancelar en el mes de febrero de 2022.

### Otros compromisos

- En el Contrato o el Prospecto no se informa sobre la existencia de cesiones previas de recursos departamentales para el repago de los financiamientos que se cancelan con la presente Emisión.
- Como forma de prevenir hacia el futuro el nivel de afectación de estos recursos, se pacta en el literal f) de la cláusula 23 una obligación a cargo de la IM de informar a la Calificadora de Riesgo y a la Fiduciaria la existencia de nuevos préstamos o financiamientos dentro de los 10 días hábiles siguientes de su constitución.

### 3. Objeto de la calificación, información analizada y procedimientos operativos

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 ocasión incluyó, entre otros, los siguientes documentos:

- Prospecto Informativo y Contrato de Fideicomiso
- EE.CC de la fiduciaria al 31/12/2020
- Distintas disposiciones, enumeradas en el Informe Jurídico y en la Sección de Antecedentes, emitidas por los diferentes actores que intervienen en esta operación.
- Información presupuestal de la IM
- Información de la cobranza del SUCIVE perteneciente a la IM proporcionada por RAFISA

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los títulos mixtos a emitir.
- b) La administración.
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el manual de procedimientos respectivo. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota<sup>5</sup>.

<sup>5</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por intendencias departamentales".

### II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda a ser emitidos por el Fiduciario. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de la recaudación correspondiente y necesaria de tributos municipales.

#### 1. Descripción General

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

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de la Emisión:</b>	El equivalente en UI de hasta USD 55 millones
<b>Interés:</b>	A ser fijado en el momento de la emisión.
<b>Plazo:</b>	Hasta 15 años desde la fecha de emisión; en principio hasta el 5 de febrero de 2036, previéndose una opción de cancelación anticipada.
<b>Plazo de gracia:</b>	De amortización de capital hasta enero de 2023.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagaderos en forma cuatrimestral en febrero, junio y octubre de cada año. Tentativamente, el primer pago de intereses se realizará el 05 de octubre de 2021.
<b>Amortización del capital:</b>	El capital de los Títulos de Deuda se pagará en 14 cuotas anuales, iguales y consecutivas en cada mes de febrero a partir de Febrero de 2023. Hay opción de amortización anticipada
<b>Garantía:</b>	Fondos cedidos por la IM provenientes del Fideicomiso SUCIVE que le corresponden a la IM.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB+.uy
<b>Entidad Registrante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

## 2. Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos y de un financiamiento a largo plazo que trasciende el período de la actual administración municipal, el análisis jurídico es básico para blindar el negocio financiero. Se trata no solo de verificar el cumplimiento con todo el sistema normativo sino especialmente de eliminar los riesgos de conflictos que pudieran afectar a la estructura financiera desde el punto de vista jurídico. Resulta clave por tanto a juicio del Comité de Calificación de CARE la legitimación de todo lo actuado. A tales efectos, se elaboró el Informe Jurídico que acompaña este documento como Anexo 1 y del cual se extraen las principales conclusiones.

En tal sentido y en primer lugar, el informe citado expresa:

*“Conforme a lo prescripto en el artículo 301 inciso 2 de la Constitución de la República y a nuestro criterio de calificación, la formación válida de la voluntad departamental cuando el plazo del endeudamiento supere el período de gobierno del Intendente proponente, requiere contar con la aprobación por dos tercios de votos de la Junta Departamental y el informe del Tribunal de Cuentas de la República; todo ello en forma previa a la decisión del Ejecutivo Departamental. Requisitos de la norma constitucional que, desde ya sea dicho, se cumplen en todos sus extremos. El expediente fue remitido al Tribunal de Cuentas para su intervención, sin que el organismo de contralor formulara observación alguna. El legislativo departamental otorgó la anuencia por la mayoría especial señalada para el financiamiento hasta un tope máximo de USD 95.000.000 y por un plazo de 15 años (Resolución 1/20021 del 26/2/2021).”*

Más adelante y en relación también a los bienes fideicomitidos expresa: *“Asimismo, se tiene en cuenta el contrato de Fideicomiso Financiero SUCIVE y la Adhesión de la Intendencia Departamental de Maldonado. De la compulsa de estos instrumentos y como concepto general, podemos adelantar que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores.”*

Finalmente concluye:

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

### 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, o de conflictos que de ella derivaran. 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 cómo se lo ha diseñado, aun teniendo presente las características de nuestro mercado de capitales que no permite garantizar su inmediata comercialización. *Riesgo bajo.*

## III. ADMINISTRACIÓN

### La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC 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 (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 (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>6</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.

### El Fideicomiso

El presente Fideicomiso Financiero se constituyó con fecha 23 de abril de 2021, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 17.703. En el mismo se pactó la securitización del flujo de fondos de recaudación SUCIVE y la emisión mediante oferta pública de Títulos de Deuda por un monto máximo expresado en Unidades Indexadas equivalente a USD 55 millones, recursos que se destinarán a cancelar pasivos financieros de corto plazo y asimismo dotar de capital de giro (fondos operativos), para el cumplimiento de los cometidos municipales.

Asimismo se pactó la transferencia y tradición de los Créditos SUCIVE al Fideicomiso por hasta la suma equivalente a UI 724.1 millones, más todos los importes necesarios para cubrir los gastos del Fideicomiso.

Los TD a emitirse tendrán un plazo de 15 años desde la primera fecha de emisión, con un plazo de gracia para el pago de capital hasta enero de 2023 y devengarán un interés fijo y compensatorio cuya tasa deberá determinarse en el Documento de Emisión. Este interés se pagará en forma cuatrimestral (febrero-junio-octubre), comenzando, en principio, en octubre de 2021. Vencido el plazo de gracia comenzará la amortización del capital en 14 cuotas anuales y consecutivas, la primera en febrero de 2023.

### 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 casi nulo.*

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

<sup>6</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.

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

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. Como queda referido RAFISA recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza del Fideicomiso SUCIVE, que pertenecen a la IM, por concepto de Ingresos Vehiculares. Con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos. El flujo que compone el activo subyacente del Fideicomiso Financiero fue aprobado por la IM en Acto No. 1329/2021 de fecha 5/3/2021.

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

A continuación se presenta una relación entre los ingresos totales estimados por la IM así como de la cobranza del SUCIVE para el período de repago, todo expresado en miles de UI.

Para ello se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal (2016/2020) ya que, como se sabe, por efecto de la pandemia se postergaron los plazos constitucionales para las elecciones departamentales y consecuentemente para la elaboración del nuevo presupuesto. En efecto, las nuevas autoridades asumieron el 27/11/2020 por lo que el corriente año 2021 se está transitando con la apertura presupuestal anterior mientras que el nuevo presupuesto se está elaborando y se espera entre en vigencia en el segundo semestre de 2021.

En consecuencia, a efectos del análisis que sigue CARE toma como referencia el último año del presupuesto quinquenal anterior (año 2020) tal como se expone en el cuadro siguiente.

**Cuadro 4: Presupuesto IM 2021**

Concepto	miles \$	miles USD	miles de UI*
<b>Total de Ingresos</b>	<b>4.941.773</b>	<b>165.277</b>	<b>1.462.571</b>
Ingresos origen departamental	3.884.912	129.930	1.149.781
Ingresos origen nacional	1.056.861	35.347	312.789
<b>Total egresos</b>	<b>4.730.551</b>	<b>158.212</b>	<b>1.400.057</b>
Sueldos (Rubro 0)	1.978.738	66.179	585.629
Gastos de funcionamiento	1.623.504	54.298	480.493
Inversiones	611.229	20.442	180.900
Junta Departamental	226.380	7.571	67.000
Intereses	158.400	5.298	46.880
Amortización deuda	132.300	4.425	39.156

\* estimado por CARE según cotizaciones al 31/12/2020

Fuente: Presupuesto IM (2016-2020)

**Nota:** El presupuesto es presentado en moneda nacional y convertido a dólares según tipo de cambio de \$ 29,90 por dólar. La columna en UI fue incorporada por CARE a efectos de hacer comparables las cifras.

Se reitera una vez más, que el nuevo presupuesto que habrá de regir por los próximos 5 años se encuentra en proceso de aprobación por lo que el análisis en base a la referencia indicada es transitorio aunque se considera razonablemente válido.

En cuanto a la cobranza a través del SUCIVE, que es lo fideicomitado, la información disponible proviene de RAFISA en tanto fiduciario. En el cuadro siguiente se informa la evolución de la misma desde el año 2017 destacando la recaudación correspondiente al mes de enero por cuanto representa alrededor del 50 % de la

recaudación anual y así aproximarnos a lo que se puede esperar del corriente año 2021.

**Cuadro 5: recaudación SUCIVE**

Año (en miles de UI)	Anual	Enero	Enero/Anual
2017	347.965	186.472	54%
2018	363.281	179.559	49%
2019	353.439	181.192	51%
2020	328.169	179.130	55%
2021		188.286	

Fuente: RAFISA

Puede observarse en la serie analizada, que la recaudación anual se ha mantenido relativamente estable con una lógica caída en 2020 debido a la crisis provocada por la pandemia; no obstante, en enero de 2021 se constata una recuperación de la misma. De acuerdo al cuadro precedente, la recaudación del mes de enero explica, en general, más de la mitad de la recaudación anual por lo que se puede inferir razonablemente que la recaudación del corriente año 2021 podría ser del orden de miles de UI 376.572, asumiendo que lo recaudado en enero 2021 representará el 50 % del año.

A los efectos de establecer una relación entre los compromisos asumidos y los recursos municipales se debe estimar en primer lugar el monto a emitir. Se asume que se emite la totalidad de lo autorizado, o sea USD 55 millones lo que equivale, aproximadamente, a UI 490 millones. Compárese esta cifra con el monto de cesión comprometida, que es de UI 724.1 millones más lo que sea necesario para cubrir costos asociados, para concluir que la cesión es más que suficiente para cancelar los títulos a emitirse con los intereses correspondientes según se desprende del cuadro siguiente.

**Cuadro 6: Cronograma tentativo de cancelación de TD (miles de UI)**

Año	Capital	Interés	Total anual	Saldo
2021		7.350	7.350	490.000
2022	-	22.050	22.050	490.000
2023	35.000	22.050	57.050	455.000
2024	35.000	20.475	55.475	420.000
2025	35.000	18.900	53.900	385.000
2026	35.000	17.325	52.325	350.000
2027	35.000	15.750	50.750	315.000
2028	35.000	14.175	49.175	280.000
2029	35.000	12.600	47.600	245.000
2030	35.000	11.025	46.025	210.000
2031	35.000	9.450	44.450	175.000
2032	35.000	7.875	42.875	140.000
2033	35.000	6.300	41.300	105.000
2034	35.000	4.725	39.725	70.000
2035	35.000	3.150	38.150	35.000
2036	35.000	1.575	36.575	-
<b>Totales</b>	<b>490.000</b>	<b>187.425</b>	<b>677.425</b>	

Fuente: CARE en base a prospecto

El cuadro precedente fue elaborado por CARE asumiendo una emisión inmediata por el monto máximo autorizado, a una tasa de interés en UI del 4,5 % anual comenzando a pagarse en el corriente año 2021 (una cuota cuatrimestral)

No obstante, interesa saber la incidencia anual que estos compromisos suponen en el presupuesto de la IM. Para ello se cuenta con un cronograma tentativo de cesiones con una cadencia cuatrimestral tal como se ilustra en el cuadro siguiente. Como es obvio, el mayor monto a ceder se produce en el mes de enero ya que, como se ha dicho, en ese mes se recauda alrededor del 50 % del total anual.

**Cuadro 7: Cronograma tentativo de cesiones SUCIVE (miles de UI)**

Año	Enero	Mayo	Setiembre	total anual
2021		1.400	9.000	10.400
2022	9.000	9.000	9.000	27.000
2023	44.000	8.400	8.400	60.800
2024	43.400	7.800	7.800	59.000
2025	42.800	7.200	7.200	57.200
2026	42.600	6.600	6.600	55.800
2027	41.600	6.000	6.000	53.600
2028	41.000	5.400	5.400	51.800
2029	40.400	4.800	4.800	50.000
2030	39.800	4.200	4.200	48.200
2031	39.200	3.600	3.600	46.400
2032	38.600	3.000	3.000	44.600
2033	38.000	2.400	2.400	42.800
2034	37.500	1.800	1.800	41.100
2035	36.800	1.200	1.200	39.200
2036	36.200			36.200
<b>Totales</b>	<b>570.900</b>	<b>72.800</b>	<b>80.400</b>	<b>724.100</b>

Fuente: Prospecto

De acuerdo a este cronograma, el año de mayor cesión comprometida es el año 2023 con miles de UI 60.8 millones.

Esta cifra, respecto a los ingresos totales del presupuesto (en vías de modificación) según se observa en el Cuadro 4 representa el 4,16 %. Si, en cambio, se compara la misma cifra con la recaudación esperada del SUCVE para 2021, representa alrededor del 16 %. Por otra parte, en ese año 2023, la cesión de enero es del orden de UI 44 millones que, comparada con la recaudación de enero 2021 (ver Cuadro 5) representa algo más del 23 %. Se concluye entonces que los compromisos asumidos en esta operación representan un orden de magnitud relativamente menor respecto a los recursos de la IM y su cumplimiento no debería generar mayores dificultades.

De acuerdo a la metodología de CARE, corresponde asimismo analizar la indemnidad del Rubro 0 (gastos personales); es decir, que esta operación y otras derivadas del proceso de reestructura de deuda, tal es el caso del proyectado fideicomiso financiero de oferta privada por USD 40 millones, no ponga en riesgo dicha obligación básica de la IM.

En tal sentido, se elaboró el cuadro siguiente en que se compara la totalidad de ingresos estimados de la IM para el año 2021 (según presupuesto anterior) con las cesiones comprometidas de ambos fideicomisos (referidas al año de mayor monto) y el Rubro 0 comprometido.

Al no contar aún con información del fideicomiso de oferta privada a realizarse se asume que será en condiciones similares al que nos ocupa. En tal sentido, el importe a emitir en dicho fideicomiso sería un 73 % menor al de oferta pública, en consecuencia, se mantiene dicha relación en las cesiones a ceder (en ese caso provienen de la recaudación descentralizada de tributos excepto el SUCIVE).

<b>Cuadro 8: Indemnidad Rubro (miles de UI)</b>	
<b>Total Ingresos</b>	<b>1.462.571</b>
Cesión FF oferta pública (2023)	(60.800)
Cesión FF oferta privada	(44.384)
<b>Saldo</b>	<b>1.357.387</b>
Rubro 0	(585.629)
<b>Excedente</b>	<b>771.758</b>

Fuente: CARE en base IM y RAFISA

Se puede observar que, si a los ingresos totales estimados para la IM se le deducen las cesiones comprometidas de los dos fideicomisos correspondientes al año cuyo monto es mayor, resta aún un remanente que más que duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0.

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

### Análisis de sensibilidad

No obstante lo anterior, corresponde analizar la eventualidad de una caída en los ingresos municipales producto de una crisis mayor a la vivida como consecuencia 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%.

Si bien se reconoce un entecimiento en la economía del país, particularmente en 2020 tras la crisis sanitaria<sup>7</sup>, ningún analista pronostica una caída en el PBI, de la magnitud registrada en la última gran crisis. No obstante, en el cuadro siguiente se reitera el análisis realizado en el Cuadro 8, abatiendo los ingresos en 14 % dejando los egresos en el mismo nivel.

<b>Cuadro 9: Sensibilidad (miles de UI)</b>	
<b>Total Ingresos (abatidos 14%)</b>	<b>1.257.811</b>
Cesión FF oferta pública (2023)	(60.800)
Cesión FF oferta privada	(44.384)
<b>Saldo</b>	<b>1.152.627</b>
Rubro 0	(585.629)
<b>Excedente</b>	<b>566.998</b>

Fuente: CARE en base IM y RAFISA

<sup>7</sup> La caída del PBI para el año 2020 se ubicó en 5,9% y se espera un moderado crecimiento para el 2021.

Se puede comprobar que aún en el caso en que ocurriera una caída en los ingresos del 14 %, algo sumamente improbable) los recursos obtenidos, deducidas las cesiones comprometidas, serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y aún generar un remanente para atender otros compromisos.

Puede comprobarse que el análisis de suficiencia sigue siendo satisfactorio.

### **Riesgos considerados**

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

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

## V. EL ENTORNO

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

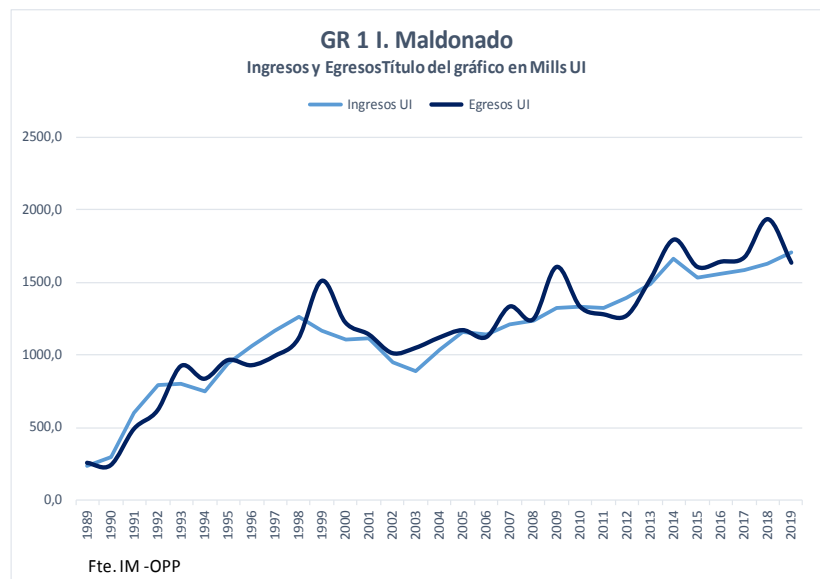
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IM con anuencia de la JDM (por una mayoría de 21 ediles en 31) e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones 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 IM respecto de acreedores que son importantes para la realización de obras futuras, o más bien las consecuencias de su eventual desconocimiento haría seguramente muy difícil la gestión municipal.

Con respecto a los temas presupuestarios<sup>8</sup>, la administración actual (recientemente asumida) como lo que se puede colegir del comportamiento de las futuras, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro (más allá de la crisis de deuda que dio lugar a esta operación) de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad relativamente

<sup>8</sup>. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

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

La información presupuestal de la IM 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 1/06/21, con un índice de riesgo país de 127 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.

## Cuadro 10 - Variables Macro Ec. - Revis. mayo 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) Verif.EXP en mayo 2021</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>		
PIB (Var. Anual en vol físico)	<b>-5,9%</b>	2,6%	2,7%		
IPC (variación prom. anual)	<b>9,4%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,8%</b>		
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)	<b>42,3</b>	<b>46,3</b>	<b>47,3</b>		
Devaluación estimada - var % c/período previo	<b>12,80%</b>	<b>9,5%</b>	<b>4,4%</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 - **May. 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 descentralizada; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por 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>9</sup>.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>9</sup> **CATEGORÍA BBB+.uy (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. **El signo (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo.**

**ANEXO I**  
**INFORME JURIDICO**

# "FIDEICOMISO FINANCIERO MALDONADO I"

## *Informe Jurídico*

### **I. Introducción**

La Intendencia Departamental de Maldonado presentaba al cierre del ejercicio 2020, un endeudamiento cercano a los 90 millones de dólares con varias instituciones financieras locales. Este panorama limita o restringe la disponibilidad de recursos para el cumplimiento de los fines que el Gobierno Departamental ha definido como prioritarios. En función de ello, ha decidido encarar una reestructura de su endeudamiento en forma sustentable y a largo plazo, recurriendo al mercado de valores y al vehículo del fideicomiso financiero, cediendo en contrapartida los recursos tributarios necesarios para el repago de los valores. En tal sentido, ha contratado a República Administradora de Fondos de Inversión SA (República Afisa), como Fiduciario y con fecha 23 de abril de 2021, constituyeron el presente Fideicomiso Financiero, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 17.703. En la convención se pactó la *securización* del flujo de fondos de recaudación SUCIVE y la emisión mediante oferta pública de Títulos de Deuda por un monto máximo expresado en Unidades Indexadas equivalente a u\$s 55.000.000, recursos que se destinarán a cancelar los pasivos financieros de corto plazo y asimismo dotar de capital de giro (fondos operativos), para el cumplimiento de los cometidos municipales.

Conforme a lo prescripto en el artículo 301 inciso 2 de la Constitución de la República y a nuestro criterio de calificación, la formación válida de la voluntad departamental cuando el plazo del endeudamiento supere el período de gobierno del Intendente proponente, requiere contar con la aprobación por dos tercios de votos de la Junta Departamental y el informe del Tribunal de Cuentas de la República; todo ello en forma previa a la decisión del Ejecutivo Departamental. Requisitos de la norma constitucional que, desde ya sea dicho, se cumplen en todos sus extremos. El expediente fue remitido al Tribunal de Cuentas para su intervención, sin que el organismo de contralor formulara observación alguna. El legislativo departamental otorgó la anuencia por la mayoría especial señalada para el financiamiento hasta un tope máximo de u\$s 95.000.000 y por un plazo de 15 años (Resolución 1/20021 del 26/2/2021).

En consecuencia, el Intendente de Maldonado resolvió la constitución de dos fideicomisos financieros: el de **oferta pública** objeto de análisis en este informe y otro de **oferta privada** que emitirá por un tope de u\$s 40.000.000, completando el límite total habilitado por la Junta Departamental y cediendo para su repago la cobranza descentralizada excepto los recursos de fuente SUCIVE pues, justamente, son los recursos que se *fideicomiten* al Fideicomiso Financiero de oferta pública.

El presente informe está elaborado a partir del Prospecto Informativo y el Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero (y sus Anexos), firmado como se dijo el 23 de abril del año en curso. Asimismo, se tiene en cuenta el contrato de Fideicomiso Financiero SUCIVE y la Adhesión de la Intendencia Departamental de Maldonado. De la compulsión de estos instrumentos y como concepto general, podemos adelantar que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores.

### **II. Del Contrato de Fideicomiso Financiero**

Objeto. En relación directa con las necesidades de financiamiento a largo plazo, el objeto del Fideicomiso es la emisión de Títulos de Deuda de acuerdo al artículo 25 y siguientes de la ley 17.703 y la *securización* de los *Créditos SUCIVE* que la Intendencia de Maldonado (en adelante IM) cede al patrimonio de afectación conforme a lo estipulado en la cláusula 5.2 del Contrato de Fideicomiso (en adelante el Contrato). Con los fondos obtenidos en la operación bursátil, el Fiduciario procederá, en primer lugar a cancelar la *Deuda IM* (detalle en Anexo 1) y en segundo lugar, transferir los fondos remanentes a la IM.

El patrimonio fiduciario. De acuerdo a las cláusulas 3 a 7 del Contrato y siguiendo su nomenclatura, lo central es estar a la definición de **Activos** que incluye “*todos los bienes y derechos, presentes y futuros, que se encuentren en el patrimonio del Fideicomiso, incluyendo los Créditos SUCIVE y los importes que reciba el Fideicomiso derivados de la integración de los Valores...*”. Por su parte son **Créditos SUCIVE**: “**a) todos los derechos de crédito que tenga la IM correspondientes a su calidad de beneficiario bajo el Fideicomiso SUCIVE, lo que incluye sin limitación el derecho a percibir todas las sumas emanadas del certificado de participación emitido del cual es titular bajo el Fideicomiso SUCIVE (cláusula 9 de dicho contrato) y, en general, todos los montos líquidos que le corresponda percibir a la IM bajo el Fideicomiso SUCIVE correspondientes a los Ingresos Vehiculares respectivos a su jurisdicción; y b) en caso que, por la razón que fuere, el Fideicomiso SUCIVE deje de existir o los derechos correspondientes a los Ingresos Vehiculares vuelvan al patrimonio de la IM, todos los créditos contra los agentes recaudadores que se contraten para su percepción, así como todos los derechos de crédito que tenga la IM correspondientes a su calidad de beneficiario o socio bajo el fideicomiso, persona o entidad jurídica que sustituya al Fideicomiso SUCIVE en sus funciones**”.

En forma complementaria en la descripción del patrimonio de afectación, se añade que el Fideicomiso SUCIVE fue constituido el 28/12/2011 entre la Comisión de Seguimiento del SUCIVE (art. 3 Ley 18.860) y República Afisa como Fiduciaria, al cual adhirió la IM el mismo día (Anexo 4 del Contrato), habiendo transferido la IM al Fideicomiso SUCIVE la totalidad de “*sus derechos de cobro de Ingresos Vehiculares<sup>1</sup> a los efectos previstos en la Ley 18.860...*”. Por tanto el Flujo de Fondos es el “*flujo de cobranza que por la cesión de los Créditos SUCIVE tiene derecho a percibir la Fiduciaria*”; y Fondos Netos Remanentes “*es la suma de dinero que se encuentre remanente en el patrimonio del Fideicomiso, una vez que se hayan cancelado la totalidad de los obligaciones bajo los Títulos de Deuda y los Gastos del Fideicomiso*”.

La transferencia y tradición de los Créditos SUCIVE al Fideicomiso (cláusulas 5 a 7). La IM cede y transfiere al Fideicomiso, “*libre de obligaciones, gravámenes*”<sup>2</sup>, los Créditos SUCIVE hasta la suma equivalente a UI 724.100.000, más todos los importes necesarios para cubrir los gastos del Fideicomiso. Dado que en el caso República Afisa es fiduciario de ambos Fideicomisos, se da por notificada de la cesión con la firma del Contrato (c. 3.5), sin perjuicio que en dicho momento (23/4/2021) estaba pendiente la autorización de la Comisión de Seguimiento del SUCIVE<sup>3</sup>, aval que fue efectivamente otorgado por la Comisión con fecha 27/4/2021.

Por su parte no debe perderse de vista que cuando el objeto de la transferencia al fideicomiso son créditos, la misma se verifica por la simple inclusión de los mismos en el Contrato, solución que tiene origen en los artículos 33 y 34 de la Ley 16.774, modificados por la Ley 17.202, a cuyo tenor se remite el legislador en el artículo 30 de la Ley de Fideicomiso 17.703 (c. 6.2). En consecuencia de todo lo anterior, el Fideicomiso (por intermedio del Fiduciario) asume el dominio sobre los Créditos SUCIVE con plenas potestades, incluidas las de administración, uso, gestión, disposición y reivindicación (c. 7.2).

Emisión (cláusulas 10 y 11 del Contrato). El Fiduciario emitirá **Títulos escriturales representativos de Deuda** por un importe total de hasta el valor nominal equivalente en Unidades Indexadas a **u\$s 55.000.000**. Los TD tendrán un plazo de 15 años desde la primera Fecha de Emisión, con un plazo de gracia para el pago de capital hasta enero de 2023 y devengarán un interés fijo y compensatorio cuya tasa deberá determinarse en el Documento de Emisión. Este interés se pagará en forma cuatrimestral (febrero-junio-octubre), comenzando en octubre de 2021. Vencido el plazo de gracia comenzará la amortización del capital en 14 cuotas anuales y consecutivas, la primera en febrero de 2023.

<sup>1</sup> Patente de rodados o “*impuesto a los vehículos de transporte (numeral 6 del artículo 297 de la Constitución de la República), recargos, multas y moras respectivas*”; asimismo incluye multas de tránsito, precios, tasas, peajes y demás conceptos relacionados a la circulación de vehículos de conformidad con la normativa vigente.

<sup>2</sup> En el Contrato o el Prospecto no se informa sobre la existencia de cesiones previas de recursos departamentales para el repago de los financiamientos que se cancelan con la presente Emisión. Por tanto, la transferencia *libre de obligaciones y gravámenes* debe interpretarse bajo el supuesto de efectiva cancelación de los pasivos financieros, pues la Resolución 1329/2021 establece como plazo máximo el 28 de febrero de 2022.

<sup>3</sup> Comisión que funciona en la órbita del Congreso de Intendentes y tiene las atribuciones que le asigna el artículo 3 de la Ley 18.860.

La descripción de todas las etapas de la Emisión luce detallada en el Sumario de Términos y Condiciones (cap. 2 del Prospecto): tramos de la *Suscripción*, forma de *Adjudicación e Integración*. Se replican en lo medular las normas y recomendaciones bancocentralistas para este tipo de emisiones razón por la cual optamos por no desarrollar estos puntos, remitiéndonos a su lectura.

No obstante y por su novedad, comentamos que se prevé la denominada Opción de amortización acelerada, prevista para febrero de 2023 (al fin del período de gracia) y por un valor nominal máximo equivalente al 1/14 de lo emitido. Esta opción a favor de los Titulares tendrá un tope individual de UI 500.000. Claramente se trata de un mecanismo de **estímulo para el tramo minorista** al establecer una oportunidad de inversión de corto plazo.

Las obligaciones de la Fiduciaria (c. 14 del Contrato). Consisten sustancialmente en emitir los valores y administrar los Activos. En particular y por tratarse de una recomposición de los pasivos financieros del Fideicomitente y respecto de los fondos provenientes en la emisión de los TD deberá realizar – previa deducción de gastos - las siguientes operaciones: **(i)** realizar los pagos de la *Deuda IM* de conformidad con las condiciones de cada préstamo, quedando facultada para reintegrar a la IM los fondos que la Comuna hubiese pagado directamente al acreedor en cuestión; **(ii)** cumplido lo anterior, transferirá los fondos remanentes a la IM a efectos de la *Recomposición de Fondos Operativos*.

Por su parte, con el flujo de fondos (Créditos SUCIVE), procederá a la amortización de los TD de acuerdo a las pautas precitadas, quedando obligado en forma indelegable a rendir cuentas a los Titulares (c. 25 del Contrato, artículo 18 Ley 17.703).

En el Contrato se establecen pautas idóneas y de estilo sobre el cese del Fiduciario, ya sea por renuncia o sustitución por responsabilidad. En la cláusula 18.2 se limita su responsabilidad a la derivada por “*actos que realice en cumplimiento de los fines del Fideicomiso, con el patrimonio del Fideicomiso y hasta el monto que éste alcance*”. No está de más recordar que el Fiduciario asume una responsabilidad de tipo subjetiva basada en la culpa como factor de atribución y bajo el estándar de *prudencia y diligencia del buen hombre de negocios*. No podrá exonerarse de la responsabilidad por los daños provocados por su culpa grave o dolo, en cuyo caso responderá con su propio patrimonio (artículo 16 Ley 17.703).

### **III. Contingencias jurídicas**

Bajo este acápite se analizan por un lado el cumplimiento de los requisitos subjetivos que el ordenamiento jurídico impone a las partes para obligarse eficazmente en la estructura de marras; y por otro lado, atendiendo especialmente el interés del inversor beneficiario, las contingencias que puedan afectar el cumplimiento en el pago de los valores.

#### **III.1. Aspectos subjetivos**

República Administradora de Fondos de Inversión SA (República AFISA), se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciario financiero según las disposiciones de la Ley 17.703 y autorizada a operar en dicha calidad por el Banco Central del Uruguay desde agosto de 2004. Su capital social está representado por acciones nominativas y el 100% del paquete accionario pertenece al Banco de la República Oriental del Uruguay.

Del Fideicomitente Intendencia de Maldonado. Formación de la voluntad departamental. Según el procedimiento de calificación adoptado, es requisito *sine qua non* habilitante de la *securitización* de créditos, el cumplimiento del artículo 301.2 de la Constitución de la República. En el caso que nos ocupa, el período de la cesión supera el plazo de gobierno del ejecutivo proponente, de cuyo se requiere para la formación válida de la voluntad, la anuencia previa del legislativo departamental por la mayoría especial de 2/3 que prescribe la norma constitucional; de lo cual además se debe dar cuenta al Tribunal de Cuentas para su dictamen.

Requisitos que lucen todos cumplidos a cabalidad. En efecto, con fecha 26 de febrero de 2021 la Junta Departamental de Maldonado, reunido en sesión extraordinaria para tratar el tema, otorgó la anuencia precitada por **21 votos en 31** y en su mérito autorizó al Ejecutivo Departamental *“la constitución de uno o, máximo dos, fideicomisos financieros de oferta pública y/o privada, con destino al repago de deuda de corto plazo y recomposición de fondos operativos, por un monto total de hasta U\$S 95.000.000 (...) con plazo de 15 años y para cuya constitución se cederán los derechos de crédito derivados del cobro que tenga la Intendencia correspondientes a su calidad de beneficiario bajo el Fideicomiso SUCIVE, así como también los derechos de crédito derivados de la cobranza de impuestos, tasas, precios, contribuciones y otros ingresos públicos departamentales, recaudados a través de Agentes Recaudadores de cobranza descentralizada”*. El siguiente punto resolutivo, añade la anuencia al Intendente para *“contratar líneas de crédito no revolving con instituciones financieras y/o entidades prestadoras de servicio financiero registradas en el Banco Central del Uruguay por un monto de hasta U\$S 30.000.000 (...) los créditos serán cancelados a través de la constitución de fideicomisos financieros de oferta pública y/o privada referidos en el artículo anterior, a más tardar el 28 de febrero de 2022”*.

En consecuencia, con fecha 5/3/2021 el Intendente de Maldonado dicta el acto N° 1329/2021 por el que resuelve la constitución de dos fideicomisos financieros: uno de **oferta privada** mediante cesión de los ingresos departamentales recaudados a través de los agentes de cobranza descentralizada, excepto los créditos SUCIVE, y el segundo de **oferta pública** y objeto de este análisis, con la cesión de los créditos y derechos que le corresponde percibir a la Intendencia del Fideicomiso SUCIVE. Se establece además que la suma de ambos fideicomisos no podrá superar el máximo de U\$S 95.000.000.

Esta resolución da cuenta asimismo de la contratación del fiduciario al amparo del artículo 33 literal D) numeral 35 del TOCAF y las intervenciones previas del Tribunal de Cuentas de la República (resoluciones 2205/2020 y 358/2021 de fechas 11/11/2020 y 18/2/2021 respectivamente). Finalmente cabe consignar, que se tiene a la vista el último dictamen del Tribunal de Cuentas (Res. 558 del 24/3/2021), en el cual se toma nota de todos los pasos cumplidos en sede departamental, considera cumplido el requisito del artículo 301.2 de la Constitución de la República y en definitiva **no formula observaciones** a la operación de financiamiento proyectada.

Para terminar este segmento, cabe mencionar la incidencia del Fideicomiso Financiero SUCIVE, en tanto es la fuente del flujo de fondos que se incorpora al patrimonio fiduciario y garantía del rapago de los TD. Al amparo de las disposiciones de la Ley 18.860 y la Ley 17.703, con fecha 28/12/2011 la Comisión de Seguimiento del SUCIVE (creada por el artículo 3 de la Ley 18.860) y República AFISA, constituyeron un fideicomiso financiero con la finalidad de administración del flujo de recaudación del tributo a los vehículos de transporte (artículo 297 numeral 6 de la Constitución de la República). Según lo preceptuado en el artículo 2 de la Ley 18.860, la adhesión voluntaria al SUCIVE por parte de los Gobiernos Departamentales, implica necesariamente la adhesión al fideicomiso financiero constituido; quienes se constituyen a partir de ese momento en fideicomitentes y beneficiarios del fideicomiso.

La Intendencia de Maldonado adhirió al fideicomiso SUCIVE el 28/12/2011, cediendo y transfiriendo en ese acto al fideicomiso los derechos de cobro emergentes del impuesto relacionado, en virtud de lo cual la Intendencia se encuentra jurídicamente habilitada para ceder y transferir los créditos que en calidad de beneficiario de aquel fideicomiso le corresponde percibir, incorporándolos al presente emprendimiento. Cabe aclarar que si bien la adhesión es por un plazo inicial de 15 años, cuyo vencimiento es anterior al de los valores a emitirse; la propia ley establece la prórroga automática por períodos iguales.

Pero lo más importante es que aún si esto no sucediera o incluso si el fideicomiso SUCIVE dejara de existir la cláusula 5.1.2 del Contrato salvaguarda la vigencia de la cesión al presente Fideicomiso, en los siguientes términos: *“En el caso que, por mandato normativo, otra imposición, causa de fuerza mayor o cualquiera otra causa reasuma la IM los derechos correspondientes a los Ingresos Vehiculares, se entienden desde ya cedidos a este Fideicomiso los créditos contra los agentes recaudadores que se contraten para su percepción”*.

### **III.2. El cumplimiento de los valores**

Dado que se trata de una *securitización* de créditos para reperfilarse pasivos y obtener capital de giro, el cumplimiento se sostiene en dos pilares: **(a)** la solvencia del flujo de fondos en tanto garantía de repago de los Títulos de Deuda y **(b)** la correcta ejecución de las obligaciones centrales que asumen las partes.

#### **a. Solvencia de los créditos cedidos**

Bajo este acápite cabe remitirse a las emergencias del capítulo 5 del Prospecto, donde se aporta toda la información relevante sobre la evolución de la recaudación Sucive y la incidencia de la cesión en los años comprendidos en el Fideicomiso. En tal sentido se aprecia en la medición de los últimos 6 años un aumento que tuvo su punto más alto en el año 2018 y luego un leve descenso de 2,71% en 2019 y 7,31% en 2020. Sin embargo, la recaudación del primer trimestre de 2021 muestra un incremento del 5,38% en relación al mismo período del año 2020. Otro dato relevante es que al tomar la relación en base a la recaudación mensual, la cesión nunca supera el 50% y en enero - que se retiene para la amortización anual -, la cesión no superaría el 24,6% de la recaudación. Por lo demás, la proyección de la cesión sobre la recaudación, **“en su punto más alto representa el 18,56% lo que equivale a un ratio de cobertura mayor a 5 veces”**.

En suma, los *Créditos Sucive* incorporados al Fideicomiso lucen suficientes para el cumplimiento puntual y total del derecho de crédito emergente de los TD, sin perjuicio claro está, de las consideraciones que se expresan a continuación y que refieren a la etapa de ejecución del Contrato.

#### **b. Obligaciones centrales de los constituyentes**

En relación al Fiduciario, ya fue comentado el contenido de su encargo en el segmento anterior así como el régimen de responsabilidad y su alcance concreto en la estructura. En cuanto a la IM como Fideicomitente, es dable consignar algunas obligaciones que deberá cumplir durante la vida del Fideicomiso, todas ellas orientadas a mantener la eficacia y solvencia de la cesión de créditos, según viene de comentarse.

Estas prestaciones están pactadas en diversas cláusulas del Contrato, pero en lo medular se aglutinan en las cláusulas 23 y 24. En primer lugar se debe recordar que los ingresos vehiculares están todos incorporados al Fideicomiso SUCIVE y el artículo 2 de la Ley 18.860 establece que la adhesión de las Intendencias será por 15 años *“prorrogables automáticamente por períodos iguales”*; con lo cual no habría que realizar una nueva cesión de créditos a pesar de que el plazo inicial vence durante la vida del Fideicomiso de marras (diciembre de 2026). No obstante, se previene en el Contrato que la IM renuncia a modificar el Fideicomiso Sucive y se obliga a mantener el cumplimiento de sus obligaciones en relación al mismo y a su Fiduciario; así como suscribir cualquier documentación que sea necesaria para la operativa relacionada con la transferencia de los créditos.

Dado que la recaudación está descentralizada a través de varios agentes de cobranza, se previene que de contratarse a nuevos agentes se deberá replicar las condiciones que rigen los contratos actuales y comunicar previamente al Fiduciario sobre estos nuevos contratos. No está previsto a texto expreso qué sucede en caso de extinción de los contratos ya existentes con los actuales agentes. No obstante se establece una cobertura de mayor alcance cuando en la cláusula 5.1.2 que si *“por cualquier otra causa reasuma la IM los derechos correspondientes a los Ingresos Vehiculares, se entienden desde ya cedidos a este Fideicomiso los créditos contratados para su percepción”*. En puridad debe interpretarse que están cedidos al presente Fideicomiso todos los Ingresos Vehiculares de la jurisdicción departamental, con total independencia de quién sea el recaudador.

Con vocación de prevenir hacia el futuro el nivel de afectación de estos recursos, se pacta en el literal f) de la cláusula 23 una obligación a cargo de la IM de informar a la Calificadora de Riesgo y a la Fiduciaria la existencia de nuevos préstamos o financiamientos dentro de los 10 días hábiles siguientes de su constitución. Si esto no se cumple y como consecuencia *“la calificación resultante a partir de considerar esa nueva información financiero no correspondiere a grado inversor, la fiduciaria convocará a la Asamblea de*

*Titulares de Títulos de Deuda, la que podrá modificar únicamente las condiciones de la emisión de los Valores detallados en la cláusula 22.4.2 literal a)<sup>4</sup> con las restricciones del 22.6”.*

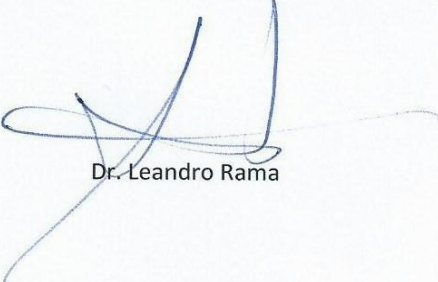
#### **IV. Apuntes finales y conclusión**

La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003. Es una fortaleza típica del sistema que el patrimonio fiduciario responde únicamente por las obligaciones establecidas en el Contrato y derivadas de la emisión. Este patrimonio no responde por deudas del Fiduciario o del Fideicomitente (art. 7 Ley 17.703) y tampoco de los beneficiarios. En contrapartida, el patrimonio del Fiduciario no responderá por las obligaciones contraídas en la ejecución del Fideicomiso, las que serán satisfechas con los bienes fideicomitidos (art. 8 Ley 17.703).

República Afisa será además de Fiduciario el Agente de Pago de la Emisión; BEVSA asume el rol de Entidad Representante de los Titulares de acuerdo al artículo 73 de la Ley 18.627 y del Contrato de Entidad Representante anexo al Prospecto; la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) asume el rol de Entidad Registrante de acuerdo al artículo 23 y siguientes de la Ley 18.627 y el Contrato de Entidad Registrante anexo al Prospecto. Los Títulos de Deuda tendrán cotización bursátil en BEVSA y en la BVM.

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

Montevideo, 27 de mayo de 2021.-



Dr. Leandro Rama

---

<sup>4</sup> “otorgamiento de quitas o esperas para el pago; reducción o quita de capital, intereses o cualquier otro monto adeudado por los Títulos de Deuda; cambio en la moneda de pago o recepción de pagos anticipados”. En cuanto a la actuación de los Titulares a través de la Asamblea de Titulares, cabe estar a la lectura íntegra de la cláusula 22 del Contrato, donde se establecen todos los aspectos relevantes: convocatoria, quórum, derecho a voto, régimen de mayorías y en particular las competencias listadas en la c. 22.4.