

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS  
A PARTIR DEL FIDEICOMISO  
FINANCIERO DENOMINADO**

**“FINANCIAMIENTO RECAMBIO DE  
LUMINARIAS DE CANELONES I”**

*Montevideo, agosto del 2020*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
12	II LOS TITULOS DE DEUDA
15	III LA ADMINISTRACION
19	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
27	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME JURIDICO

---

**CALIFICACIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FIDEICOMISO “ FINANCIAMIENTO RECAMBIO DE LUMINARIAS DE CANELONES I “  
26 -agosto - 2020**

<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 (incluyendo los intereses correspondientes así como los gastos y costos de constitución del FF, todo estimado en un máximo de UI 354.358.579).
<b>Monto:</b>	hasta UI 323 millones más los intereses de los TTDD que sean capitalizados durante el periodo de gracia previsto.
<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 abril de 2021 <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve y Martín Durán Martínez
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas Generadas por Intendencias Departamentales.

<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 calificado los títulos de deuda emitidos con el respaldo del fideicomiso financiero denominado "Financiamiento Recambio de Luminarias de Canelones I" con 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) 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.

Con el respaldo del patrimonio fideicomitado, la Fiduciaria realizará la emisión de títulos de deuda de oferta pública en los términos y condiciones establecidos en el contrato, hasta completar el total. El precio 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 354.358.579 (según Prospecto)

## **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 anexa a este informe.
- 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. Sin perjuicio de lo cual deberá contemplarse su incorporación en el presupuesto quinquenal próximo a elaborarse.

## **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 diciembre 2019, se informó sobre la aparición de una nueva cepa de coronavirus (COVID-19). Dicho virus se ha propagado en nuestra región, afectando notoriamente la actividad económica. A la fecha de redacción de este informe no es posible estimar el impacto que estos hechos tendrían en esta operación. No obstante, se estima que a partir del próximo año la economía retome una actividad normal.

## 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 realizará en virtud de las integraciones efectivamente realizadas. Los Títulos de Deuda serán 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.

Con el producido de la colocación de los Títulos, el Fiduciario procederá, 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 son: 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.

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 calificador con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los 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 adjunta como Anexo 1 en este informe de calificación.

## 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, quien 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 constituya, 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 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 USD2.4 millones lo que hace un total de USD14.4 millones con el mismo respaldo ya mencionado.



- 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 determina que la primera integración de los títulos emitidos se destine 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 2020. 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>IMM</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>Totales</b>
2020	18.000	13.200	33.600	47.500	20.977	19.992	10.217	64.200	227.686
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	210.586
2023	15.600		33.600	44.000	20.977	19.992	10.217	64.200	208.586
2024	15.600		33.600	42.000	20.977	19.992	10.217	64.200	206.586
2025	15.600		32.400	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	203.886
2026	15.600		29.700	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	201.186
2027	15.600			38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	169.486
2028	15.600			37.000	20.977	19.992	10.217	64.200	167.986
2029	15.600			36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	167.486
2030	15.600			33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	164.486
2031	15.600			31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	162.486
2032	15.600			22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	153.486
2033	11.700			7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	134.086
2034					20.977	19.992	10.217	64.200	115.386
2035					20.977	19.992		64.200	105.169
2036					20.977	19.992		64.200	105.169
2037								21.400	21.400
<b>Totales</b>	<b>219.300</b>	<b>13.200</b>	<b>230.100</b>	<b>514.500</b>	<b>356.609</b>	<b>339.864</b>	<b>153.255</b>	<b>1.112.800</b>	<b>2.939.628</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 (Anexo 1) 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, procedimientos operativos<sup>4</sup>

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.

<sup>4</sup> La presente calificación está basada en el tenor actual de los documentos mencionados, por lo cual el informe queda sujeto a sus eventuales modificaciones.

La información analizada<sup>5</sup> incluye entre otros los siguientes documentos:

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE de los distintos Fideicomisos que comprometen recursos de la IC en particular el denominado del "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"
- Prospecto Informativo
- Contrato de Fideicomiso
- EE.CC de la fiduciaria al 31/12/19
- EE.CC de EBITAL SA al 31/3/20 y su comparativo con el año anterior.
- Resolución No. 13-01411 de fecha 21/3/13 de la IC reglamentando el Decreto No. 57 de la Junta Departamental de Canelones de fecha 27/12/12 referido a la TAP.
- Entrevistas con personal calificado del fiduciario y el fideicomitente.
- Informe de contingencias jurídicas elaborado por el Dr. Leandro Rama (Anexo 1)
- Y en general todos los contratos, normas y documentos citados en los Antecedentes así como en el Informe de Contingencias Jurídicas

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

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

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

<sup>5</sup>. CARE aún debe recibir la documentación definitiva a confeccionarse antes de la emisión.

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán adquiridos por el o los beneficiarios 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 323 millones más los intereses de los TD capitalizados durante el periodo de gracia estipulado. Estimación máxima: UI 354.358.579 (según Prospecto)
<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 acompaña este informe de calificación 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 jurídico 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 31/12/2019 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 702.762. Esto supone un incremento del orden del 20 % respecto al que tenía al 31/12/2018. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial de la Fiduciaria</b> (miles de \$)			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-19</b>	<b>31-Dec-18</b>	<b>31-Dec-17</b>
<b>Activo</b>	<b>810.023</b>	<b>705.262</b>	<b>637.392</b>
Activo Corriente	224.515	261.447	249.236
Activo no Corriente	585.508	443.815	388.155
<b>Pasivo</b>	<b>107.260</b>	<b>120.097</b>	<b>81.887</b>
Pasivo Corriente	90.321	101.326	57.829
Pasivo no Corriente	16.940	18.772	24.058
<b>Patrimonio</b>	<b>702.762</b>	<b>585.164</b>	<b>555.505</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>810.023</b>	<b>705.262</b>	<b>637.392</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,49</b>	<b>2,58</b>	<b>4,31</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre del ejercicio 2019, la firma sigue mostrando resultados positivos, en este caso muy superiores a los exhibidos en el ejercicio anterior. Particularmente se muestra un importante incremento en los resultados operativos, producto fundamentalmente de menores costos administrativos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a diciembre de 2019 y su comparativo con ejercicios anteriores.

<b>Cuadro 3: Estado de Resultados de la Fiduciaria (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-19</b>	<b>31-Dec-18</b>	<b>31-Dec-17</b>
Ingresos Operativos	270.520	290.623	270.590
Gastos de Adm y Ventas	(204.701)	(283.795)	(225.274)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>65.820</b>	<b>6.828</b>	<b>45.316</b>
Resultados Diversos	245	56	622
Resultados Financieros	65.260	53.691	17.636
IRAE	(28.376)	(15.910)	(16.323)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>102.948</b>	<b>44.665</b>	<b>47.251</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 31 de diciembre de 2019, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

## **b) La Empresa Adjudicataria**

La empresa adjudicataria de la licitación, según procedimientos descritos 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 00W, 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.

**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 junio de 2020, según informa la firma, se ha activado el Certificado No. 15 (al momento de redactar este informe se estaba cursando el No. 16) por un valor de UI 135.081.940, esto representa una ejecución del orden del 50 % de lo previsto.

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.

### **d) 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.

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.

La emisión máxima total estimada en el Prospecto es de UI 354.358.579 lo que sumado a los intereses correspondientes hacen una cifra total estimada del orden de UI 556 millones para cancelar los títulos desde 2022 a 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 provisiones 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.

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.

## 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 este motivo, dado que puede haber varias posibilidades de emisiones en el tiempo, CARE ha preferido para fortalecer todo el análisis, tomar la hipótesis de máximo diferimiento que figura en el prospecto, de UI 354.358.579. El monto de las 18 cuotas anuales resultante para cancelar los TD incluyendo los intereses sería en este caso de UI 30.874.842 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).

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.

En el Prospecto Informativo se presenta un cálculo 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 30.874.842 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.

Al respecto, 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 4: 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>83.983</b>
Compromiso Fideicomiso UTE	10.217
Cancelación este Fideicomiso	30.875
Consumo IC en UTE menos ahorro	42.891
<b>Excedente</b>	<b>52.982</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).

El cuadro precedente fue calculado 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, última información disponible.

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.

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 tal sentido, CARE elaboró el cuadro siguiente.

Cuadro 5 Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI)										
año	Costaplan	IMM	Can I	Can II	Grinor I	Grinor II	UTE	Can III	Luminarias	Totales
2020	18.000	13.200	33.600	47.500	20.977	19.992	10.217	64.200		227.686
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	30.875	241.461
2023	15.600		33.600	44.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	239.461
2024	15.600		33.600	42.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	237.461
2025	15.600		32.400	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	234.761
2026	15.600		29.700	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	232.061
2027	15.600			38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	200.361
2028	15.600			37.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	198.861
2029	15.600			36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	198.361
2030	15.600			33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	195.361
2031	15.600			31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	193.361
2032	15.600			22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	184.361
2033	11.700			7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	164.961
2034					20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	146.261
2035					20.977	19.992		64.200	30.875	136.044
2036					20.977	19.992		64.200	30.875	136.044
2037								21.400	30.875	52.275
2038									30.875	30.875
2039									30.875	30.875
<b>Totales</b>	<b>219.300</b>	<b>13.200</b>	<b>230.100</b>	<b>514.500</b>	<b>356.609</b>	<b>339.864</b>	<b>153.255</b>	<b>1.112.800</b>	<b>555.750</b>	<b>3.495.378</b>

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

En el cuadro precedente 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 241.461, 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 pero para el año de mayor cesión (2022) registrará un nuevo presupuesto por producirse en el corriente año 2020 un recambio en la administración de la IC. No hay forma de saber cómo será el nuevo presupuesto 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.

<b>Cuadro 6: Presupuesto IC en miles de UI</b>					
<b>Concepto</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>1.607.979</b>	<b>1.704.806</b>	<b>1.719.007</b>	<b>1.767.421</b>	<b>1.810.993</b>
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
<b>Egresos Corrientes</b>	<b>1.562.147</b>	<b>1.600.555</b>	<b>1.571.184</b>	<b>1.560.533</b>	<b>1.555.692</b>
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 5 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.

<b>Cuadro 7: análisis de cobertura Rubro 0 (miles UI)</b>	
<b>Concepto</b>	<b>2020</b>
Ingresos totales de la IC	1.810.993
Cesiones totales año 2022	241.461
<b>Excedente</b>	<b>1.569.532</b>
Rubro 0 año 2020	762.999
<b>Saldo disponible</b>	<b>806.533</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 sí 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 eventual crisis como la que se insinúa en momentos de redactar este informe.

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.

<b>Cuadro 8: análisis de cobertura Rubro 0 (miles UI)</b>	
<b>Concepto</b>	<b>2020</b>
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, diversas estimaciones sitúan la caída del PBI para el corriente año 2020 en el orden del 4 % (sensiblemente menor al 14% registrado en 2002) y estimando una rápida recuperación en el año próximo.

### **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.

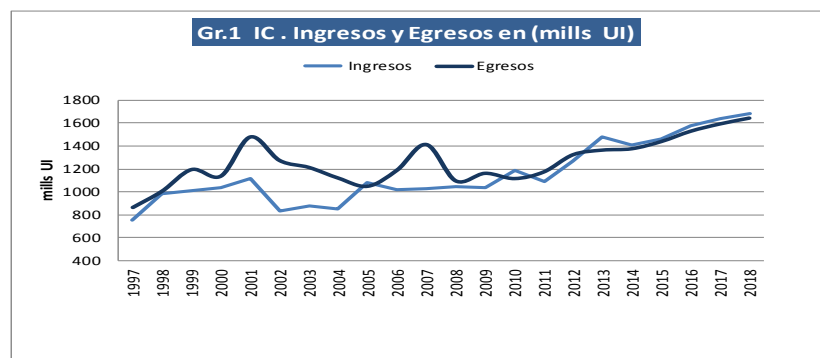
Con respecto a los temas presupuestarios de la IC<sup>6</sup>, tanto la administración actual como lo que se puede colegir del comportamiento de las futuras, no

<sup>6</sup> CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales



permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos 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 18/8/20, con un índice de riesgo país de 168 puntos básicos, se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública. La situación de dificultad que atraviesa el país al momento de redactar este informe, si bien ha modificado dicho guarismo, no modifica los conceptos arriba mencionados. Por otra parte, si bien los analistas estiman una caída del PBI para el año 2020 del orden del 4%, se espera una rápida recuperación ya para el año próximo.

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.

La conducta presupuestal y en general el cuidado de los grandes equilibrios económicos puede presumirse. No obstante la precisión de la información futura en este sentido deberá hacerse más atendible una vez conocidas las proyecciones oficiales contenidas en la Ley de Presupuesto.

## CUADRO 9. Proyecciones y expectativas - Agosto 2020

<b>A Mundo (var. % c/ período previo)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	
PIB mundial (vol. físico)	<b>2,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>5,4</b>	
PIB países desarrollados	<b>1,7</b>	<b>-8,0</b>	<b>4,5</b>	
PIB Brasil	<b>1,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>3,6</b>	
<b>PIB Argentina</b>	-2,2	-9,9	3,9	
Tasa interés Dep 6M %	2,3	0,9	0,6	
Precios Commodities (exc. Petróleo)	s/v	0,2	0,8	
<b>B Uruguay</b>		<b>Real</b>		
<b>PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota)</b>	0,2	-4,1	1,6	
<b>IMS (var nominal anual)</b>	9,4	8,4	6,75	
<b>C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB ver Enc. Expec. BCU.)</b>				
<b>Expectativas Enc. Mensual BCU 8/2020</b>		<b>Expectativas</b>		
		<b>2020</b>	<b>2021</b>	
		<b>2022</b>		
PIB (Var. Anual en vol físico)		<b>-3,8%</b>	<b>3,9%</b>	<b>2,5%</b>
IPC (variación prom. anual)		<b>9,3%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,5%</b>
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)		<b>42,8</b>	<b>47,6</b>	<b>51,4</b>
Devaluac año calendario		<b>14,6%</b>	<b>11,3%</b>	<b>7,9%</b>

CARE En base a: A. IMF Outlook 6/2020 (subrayado) . En B. Proyecciones CPA Ferrere 7/2020. En C. Enc. Expec BCU 8/2020.

**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 uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor<sup>7</sup>.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

### **<sup>7</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.**

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

## **“FIDEICOMISO FINANCIERO FINANCIAMIENTO RECAMBIO LUMINARIAS CANELONES I”**

### **Informe Jurídico**

#### **I. Documentación analizada**

Para la realización de este informe, se ha examinado principalmente los siguientes documentos y actos jurídicos:

1. Evaluación final de la Licitación Pública Internacional 102-2017 para el recambio, gestión y mantenimiento de las luminarias del Departamento de Canelones.
2. Resolución de la Junta Departamental de Canelones N° 526 de fecha 1/9/2017 otorgando anuencia al Ejecutivo para el procedimiento y los topes de inversión.
3. Resolución del Intendente N° 18/08438 de fecha 7/12/2018 adjudicando la Licitación a EBITAL SA.
4. Resolución 517/19 del Tribunal de Cuentas de fecha 20/2/2019.
5. Resolución del Intendente N° 19/03565 de fecha 25/5/2019 autorizando la financiación a través de la constitución de un fideicomiso financiero de oferta pública.
6. Contrato de Obra firmado el 11/6/2019 entre la Intendencia de Canelones y EBITAL SA para la ejecución de las obras licitadas.
7. Contrato de Cesión de Créditos firmada el 11/6/2019 entre la Intendencia de Canelones y EIBTAL SA para instrumental el pago de las obras contratadas.
8. Anexos al Contrato de Cesión de Créditos (notificaciones a los agentes recaudadores, cronogramas de pagos, etc.) así como las 3 modificaciones (Adendas) de fechas 31/7/2019, 5/9/2019 y 28/4/2020.
9. Prospecto Informativo (versión borrador).
10. Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero, otorgado el 23/7/2020 entre EBITAL SA y República Administradora de Fondos de Inversión SA.
11. Mutuo disenso y nueva cesión en garantía, de fecha 23/7/2020 entre RENMAX Corredor de Bolsa SA y EBITAL SA.
12. Mutuo disenso y nueva cesión en garantía, de fecha 23/7/2020 entre GLT Funding LP y EBITAL SA.
13. Contratos de Entidad Representante y Entidad Registrante entre BEVSA y República Afisa (versiones borrador).

## II. Marco normativo general

La Intendencia Departamental de Canelones (IC) inició hace unos años el proceso de recambio de las luminarias del Servicio Alumbrado Público, a través de los procedimientos legales y administrativos que se comentarán seguidamente. El avance tecnológico se da la mano con la necesidad de ahorro energético que viene siendo estimulado desde el Estado a través de diversas disposiciones normativas y que, en el caso particular de las intendencias departamentales, representa una vía de superación al histórico escenario de endeudamiento con el ente público proveedor de energía.

Como primer hito de este epígrafe debemos mencionar a la decisión de la IC de realizar una licitación pública internacional para seleccionar la empresa más idónea para llevar a cabo las obras<sup>1</sup>. El procedimiento licitatorio tuvo dos antecedentes relevantes: **(i)** la propuesta de iniciativa privada presentada por EBITAL de acuerdo a los artículos 19 y 20 de la Ley 17.555<sup>2</sup>, propuesta que fue aceptada por la IC mediante Resolución N° 17/00180 de fecha 5/1/2017; **(ii)** la anuencia otorgada por la Junta Departamental de Canelones N° 526 de fecha 1/9/2017.

En base a lo anterior, la IC autorizó la Licitación Pública Internacional N° 102/2017 mediante Resolución N° 17/09297 de fecha 22/12/2017. Se presentaron dos empresas: SONDA Uruguay SA y EBITAL SA, resultando esta última adjudicataria de la Licitación, por Resolución N° 18/08438 de fecha 7/12/2018. En los pliegos de la licitación ya se establecía por parte de la IC que el precio de las obras sería abonado mediante la cesión y transferencia de: (i) los importes provenientes de lo recaudado en la UTE por concepto de Tasa de Alumbrado Público (TAP) y (ii) los recursos provenientes de los subsidios originados con el ahorro energético y cambio de tecnología de conformidad con una serie de disposiciones legales que se comentarán en los siguientes capítulos<sup>3</sup>.

El proceso de contratación pública finaliza, con la celebración de dos contratos centrales entre la IC y EBITAL en su rol de empresa adjudicataria: el Contrato de Obra propiamente dicho, donde se establecen las obligaciones concretas de replazo, gestión y mantenimiento de las luminarias y por otro lado la Cesión de los Créditos precitados y que no es otra cosa que la modalidad de pago de las obras, todo lo cual formaba parte de los pliegos del concurso. Ambas convenciones de firmaron el día 11 de junio de 2019<sup>4</sup>.

En forma previa al perfeccionamiento de estos contratos, EBITAL propuso a la IC financiar el plan de recambio de las luminarias a través de la constitución de un fideicomiso financiero de oferta pública mediante la securitización de los derechos de créditos que EBITAL como fiduciante transfiere al patrimonio autónomo del fideicomiso para el repago de los valores a ser emitidos.

Mientras se procesaban las etapas preparatorias necesarias para la constitución del Fideicomiso, EBITAL contrajo préstamos, en primer lugar con RENMAX Corredor de Bolsa SA (RENMAX) y luego con la sociedad canadiense GLT Funding LP (GLT), con la finalidad de obtener los fondos líquidos necesarios para dar cumplimiento a la ejecución de las obras y tareas contratadas por la IC; financiamientos que fungen en la estructura como puente hasta la Emisión de los Títulos de Deuda, instancia en que los préstamos originales y las ampliaciones serán cancelados en su totalidad. En respaldo de estas operaciones, EBITAL cedió a favor de los acreedores los mismos créditos que la IC le había cedido el 11 de junio de 2019.

<sup>1</sup>. Según fuera relevado en el informe del Tribunal de Cuentas N° 517/19 de fecha 20/2/2019), la IC pudo contratar la obra en forma directa pero optó por la vía del proceso competitivo.

<sup>2</sup>. El artículo 19 establece "Facúltase al Estado, los Entes Autónomos, los Servicios Descentralizados y los Gobiernos Departamentales a recibir iniciativas relativas a actividades susceptibles de ser ejecutadas directamente por los organismos referidos o de ser concesionadas de acuerdo con las normas constitucionales y legales en vigencia, sea a impulso de parte o mediante invitación de oficio". Esta norma legal fue reglamentada por el Poder Ejecutivo mediante Decreto 442/002 y lógicamente integra el soporte jurídico de la licitación y los contratos derivados.

<sup>3</sup>. Ley 18.597, Artículo 12 de la Ley 18.860 y artículo 697 de la Ley de Presupuesto N° 19.355 (período 2015-2019).

<sup>4</sup>. La Cesión de Créditos tuvo no obstante tres modificaciones (Adendas): el 31 de julio de 2019, el 5 de setiembre de 2019 y la última el día 28 de abril de 2020.

Por tal razón y con el fin de que EBITAL pudiera constituir el fideicomiso en carácter de fiduciante, se arbitró como solución que en forma simultánea a la constitución del Fideicomiso Financiero, se firmara entre los financiadores y EBITAL un mutuo disenso para dejar sin efecto las cesiones de créditos; de tal forma que extinguido el derecho real y regresados los derechos al patrimonio de EBITAL, la empresa los pueda transferir al patrimonio del fideicomiso, incorporando en el contrato constitutivo una instrucción al Fiduciario para que cancele el precio total de ambos financiamientos (RENMAX y GLT) con el precio de la Primer Emisión de valores (estipulación para otro).

A su vez y en el mismo instrumento del mutuo disenso, EBITAL cede en garantía a favor de los acreedores financieros, las sumas que como fideicomitente le corresponda percibir de la colocación de la emisión de los títulos de deuda; todo lo cual sujeto a una serie de condiciones resolutorias que se van concatenando cronológicamente y según las etapas de la operación bursátil proyectada y que lógicamente se encuentran contempladas en los plexos convencionales mencionados y en el Prospecto de Emisión<sup>5</sup>.

Así las cosas con fecha 23 de julio de 2020 se perfeccionó el Contrato de Fideicomiso Financiero de Oferta Pública FINANCIAMIENTO RECAMBIO LUMINARIAS CANELONES I, entre EBITAL como Fideicomitente; República Administradora de Fondos de Inversión SA, en su rol de Fiduciario (en adelante República Afisa o el Fiduciario). Simultáneamente y como viene dicho, se firmaron los documentos denominados MUTUO DISENSO Y NUEVA CESIÓN DE CRÉDITO EN GARANTÍA, entre EBITAL y RENMAX y entre EBITAL y GLT.

De la compulsión de toda la documentación relevada y listada al inicio 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.

### III. El contrato de Fideicomiso financiero. Cláusulas centrales

**Objeto (cláusula 4).** Consiste en la constitución de un patrimonio de afectación autónomo bajo las disposiciones de la Ley de Fideicomiso N° 17.703, por el cual EBITAL, como **fideicomitente**, transfiere determinados derechos de créditos al patrimonio fiduciario para el cumplimiento de sus finalidades. Por su parte, República Afisa, **en su rol de Fiduciario**, emitirá los valores en el mercado de capitales y con los importes de su colocación, previa deducción de gastos, los aplicará según las instrucciones precisas diseñadas en el Contrato de Fideicomiso Financiero (el Contrato) y administrará el flujo de Créditos Cedidos pagando a los titulares de los valores el derecho de crédito emergente del título hasta su completa cancelación.

Conforme al artículo 25 de la Ley 17.703 el Fiduciario emitirá mediante oferta pública, Títulos Escriturales representativos de deuda (en adelante TD), que otorgan un derecho crediticio con renta fija y cuya fuente de repago será, como se dijo, el flujo de fondos derivado de los derechos de crédito que la IC cedió a EBITAL para pagar las obras de recambio de luminarias en el departamento y que ahora EBITAL procede a securitizar.

<sup>5</sup>. En el tercer capítulo de este informe nos detenemos en la explicación de los aspectos más relevantes de los institutos jurídicos convocados.

La **finalidad** (causa) del Fideicomiso (cláusula 10) consiste en cancelar los financiamientos de RENMAX y GLT y los costos necesarios para pagar los *restantes avances de las obras desarrolladas por EBITAL y de acuerdo a los contratos derivados de la Licitación.*

El **patrimonio fiduciario** (cláusulas 4 a 8) queda constituido, según la nomenclatura convencional, bajo la definición de **Créditos Cedidos**: *“Son los derechos de crédito transferidos por EBITAL al patrimonio del Fideicomiso por efecto del Contrato de Fideicomiso y establecidos en el Contrato de Cesión de Créditos. Tales Créditos provienen de a) importes provenientes de lo recaudado en UTE por concepto de Tasa de Alumbrado Público; y b) de los importes provenientes de los subsidios para la extensión y fomento de la eficiencia energética de los sistemas de alumbrado público departamentales (Ley 18.597 y artículo 679 de la Ley 19.355), luego de realizados los pagos correspondientes al Fideicomiso Financiero UTE “Reestructura Deudas Intendencias por Alumbrado Público” con el alcance previsto en el Contrato de Cesión de Crédito por hasta la suma de UI 291.886.637 (...) correspondientes al total de los importes financiados de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada que será presentado por EBITAL y aceptado por la IC, más los intereses del 6% efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada”.*

En contraprestación, EBITAL recibe el precio de la colocación de los TD en el proceso de emisión bursátil, una vez deducidos todos los montos referidos en la cláusula 12 del Contrato.

La **incorporación de los Créditos Cedidos al Fideicomiso** (cláusulas 6 y 7) se cumple con la transferencia (tradición) de los Créditos al patrimonio de afectación, básicamente a través de las notificaciones a los Agentes Recaudadores, de acuerdo a los arts. 768, 1757 y siguientes del Código Civil. En este sentido, EBITAL se desprende de los derechos sobre los Créditos colocando al Fiduciario en su lugar, grado y prelación respecto de los bienes fideicomitidos; la IC suscribe nota anexa al Contrato por la cual expresa su aceptación a la transferencia y naturalmente, será notificada a los Agentes Recaudadores UTE y MEF de acuerdo al modelo anexado al Contrato. Finalmente es importante señalar que República Afisa comparece en el Contrato como Fiduciario constituyente del presente Fideicomiso y simultáneamente como Fiduciario del Fideicomiso Financiero Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público Financiero Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público; justamente para notificarse de la cesión de los Créditos y, sin consentirla, obligarse a *“transferir al presente Fideicomiso, una vez amortizado los pagos correspondientes a aquella estructura, los importes de libre disponibilidad del referido subsidio en virtud de lo dispuesto en la Cesión de Créditos entre la IC y Ebital”.*

**Emisión de los Títulos de Deuda** (cláusulas 13 y 14 y Sección 2 del Prospecto). **Títulos representativos de deuda escriturales y de oferta pública**, cuyo importe máximo será la suma de los siguientes conceptos:

- a) UI 291.886.637 equivalente al total financiado de los Certificados de Obra (ejecutados y por ejecutarse a la fecha de este Contrato de Fideicomiso);
- b) 3,09% más iva (costo de constitución del Fideicomiso);
- c) los intereses devengados hasta la fecha de la Primera Emisión, por concepto de Certificados de Obra ya cumplidos con anterioridad a dicha fecha. Se pacta un interés compensatorio del 6%



efectivo anual capitalizable durante el **plazo de gracia hasta abril 2022**. La amortización se hará en cuotas anuales (capital de intereses), los días 5 de mayo, a partir del año 2022 y hasta el año 2039. Se pacta un interés moratorio a la tasa que resulte de sumar un 3% a la tasa de interés corriente y aplicable sobre los saldos de capital e intereses pendientes de pago. En relación al procedimiento de Emisión (suscripción, adjudicación e integración), nos remitimos a las especificaciones del *Prospecto (Síntesis de Términos y Condiciones, cap. 2)*. La única particularidad del caso que adelantamos es la trascendencia jurídica y económica asignada a la **Primera Integración** (Primera Emisión) para la cancelación de los financiamientos adeudados a los Acreedores del Fideicomiso.

**Obligaciones del Fiduciario.** El fiduciario financiero tiene dos obligaciones básicas: **emitir los valores y administrar el patrimonio fiduciario** según las instrucciones convencionales y las disposiciones legales. En la especie, ambas obligaciones están contempladas en forma adecuada a lo largo de todo el Contrato, en especial la cláusula 19 y las cláusulas 20 a 25 resuelven a la interna del Fideicomiso todas las situaciones que pueden presentarse y que refieren a la responsabilidad del Fiduciario.

#### IV. Contingencias jurídicas

En este capítulo se analizan posibles riesgos de estructura, tanto los referidos a los requisitos para la formación válida y eficaz de la voluntad y las obligaciones que asumen las partes; y por otro lado aquellos aspectos sensibles en orden al cumplimiento puntual y total de los valores a emitirse.

**III.A** - Sobre el primero de los tópicos citados, cabe estar a la información brindada en los apartados 7 y 8 del Prospecto. República AFISA, desde agosto 2004 está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como Fiduciario en fideicomisos financieros.

Por su parte, la información de los órganos de dirección y las personas designadas para representar a la sociedad coinciden con los otorgantes de toda la secuencia de convenciones vinculadas a la estructura. Cabe puntualizar que, en relación al proceso competitivo, no surge de la documentación que la empresa SONDA Uruguay SA haya impugnado el acto administrativo de adjudicación a favor de EBITAL, Resolución N° 18/08438 del 7/12/2018.

**III.B** – Sobre el cumplimiento del derecho de crédito de los Titulares Beneficiarios, haré referencia a dos aspectos de la estructura, íntimamente relacionados: las afectaciones previas sobre los activos fideicomitidos y los negocios jurídicos diseñados para la cancelación del financiamiento puente.

##### (i) Afectaciones previas sobre los derechos de créditos fideicomitidos

El uso del fideicomiso financiero como vehículo jurídico de securitización de créditos reposa, en orden a su eficiencia sistémica, en la **certeza, uniformidad y previsibilidad** de los derechos de créditos que conforman los flujos de fondos cedidos al vehículo para el repago de los TD. Estas características son las que en definitiva hacen atractivo recurrir al mercado de valores como alternativa al financiamiento bancario. En tal sentido, la presente estructura se nutre con dos fuentes de recursos y en ambos casos, como es de estilo en esta tipología de fideicomisos, la conformación de su patrimonio se verifica mediante la

cesión de esos derechos de créditos al Fideicomiso y en contraprestación del precio de emisión. La cesión de créditos, como todo contrato, tiene efectos personales, obligacionales, representa el título habilitante para la transferencia, pero lo que otorga el derecho real sobre estos créditos es la tradición mediante la notificación al deudor cedido. En el ámbito de los gobiernos departamentales que vienen utilizando este instrumento de financiamiento, los créditos cedidos a los diferentes patrimonios de afectación, se perciben casi en su inmensa mayoría a través de los diversos agentes recaudadores, o sea, la descentralización de sus servicios de cobranza.

Dado que esta práctica tiende a replicarse, es lógico que se vaya generando una cadena de cesiones sobre las mismas fuentes de recursos municipales para el servicio de los títulos emitidos por cada estructura, generando un orden de prelación de los gravámenes que van comprometiendo, por acumulación, los fondos de libre disponibilidad que vuelven al gobierno departamental cedente.

**a. Créditos provenientes de los subsidios para la extensión y fomento de la eficiencia energética de los sistemas de alumbrado público departamentales (Ley 18.597 y artículo 679 de Ley 19.355)**

Trasladando estos conceptos al presente caso, está suficientemente explicitado que el flujo que tiene origen en el subsidio creado por el artículo 12 de la Ley 18.860, se encuentra cedido previamente al “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas Intendencias por Alumbrado Público” (en adelante UTE-INTENDENCIAS). Tanto en el Prospecto como en varias cláusulas del Contrato se da cuenta de esta realidad jurídica (en la definición de Créditos Cedidos y en las cláusulas 6 y 7, por citar las más relevantes). De suyo, República Afisa, como fiduciario de ambos patrimonios autónomos, aplicará dicho flujo primero a la amortización de los TD del mencionado Fideicomiso y el saldo anual remanente serán aplicados al repago de los TD de la presente estructura y en virtud de la Cesión de Créditos de la IC a favor del Fideicomitente EBITAL.

Este orden en el repago de los TD no ofrece ninguna dificultad práctica o jurídica, pues es una función típica de todo fiduciario profesional que administra varios patrimonios autónomos de afectación. En este caso y como se explica en el Prospecto (Cap. 5.1.B), el subsidio original fue sustituido por una partida presupuestal anual (y global pues se distribuye entre todas las Intendencias), que se descompone en dos ítems: “el subsidio para el pago de la facturación anual de la tarifa de energía por alumbrado público a pagar por UTE por un 40% de dicha tarifa y, por otro lado, para incentivar planes de eficiencia energética” (en el gráfico con cobranza del período 2015-2019), se aprecian los porcentajes y montos recaudados de cada partida o componente del subsidio.

En el apartado 5.2 se especifica que la cesión previa de este subsidio que surge del Acuerdo entre la IC y la UTE, que fuera luego incorporado al FF UTE-INTENDENCIAS, equivale a UI 10.216.919 por año, hasta el año 2034, según surge de la planilla anexa. El excedente, luego de satisfecha esta cuota fue cedido por la IC a Ebital y que ésta última cede y transfiere al Fideicomiso de marras.

## b. La recaudación de la Tasa de Alumbrado Público

En relación a este componente del patrimonio fiduciario, surge claro que se trata de *“lo recaudado en UTE por concepto de Tasa de Alumbrado Público”* y según lo informado en el Prospecto el tributo que genera el flujo de fondos cedido (percibido vía UTE) está regulado por el Decreto N° 57 de la Junta Departamental y su reglamentación. Por su parte, en el Fideicomiso UTE-INTENDENCIAS<sup>6</sup>, la IC **cedió en garantía** y para el único caso que el subsidio no fuera suficiente *“en forma irrevocable y en carácter subsidiario”*, hasta el 10% de los fondos provenientes del SUCIVE y *“la cobranza descentralizada que es realizada por medio de los agentes recaudadores”* (Red Pagos, Abitab y el Correo)<sup>7</sup>. A través de estas cajas ingresa cobranza de TAP y de ello se da cuenta en el Prospecto (punto 5.1.A).

No obstante, se puede sostener que ambas fuentes de recaudación TAP están diferenciadas y ello sería suficiente para evitar cualquier confusión de los flujos de fondos.

Si esto se mantiene sin cambios durante la vida paralela de ambos Fideicomisos, no hay dudas. Pero ¿qué sucedería si los agentes de recaudación cambian, se fusionan, desaparecen o son sustituidos? ¿Qué pasa si el tributo se modifica o es sustituido por otro? ¿Qué sucede si, en este escenario, se presenta una hipótesis de grave insolvencia del Fideicomiso UTE-INTENDENCIAS y deba activarse la garantía subsidiaria?<sup>8</sup>

Responder estas preguntas exige realizar algunas consideraciones. Lo primero a señalar es que no está explicado en el Prospecto cuál es el origen y alcance del derecho de la UTE al cobro preferente y a ser agente recaudador de la TAP. Así, en el punto **5.2 del Prospecto** y en referencia a los acreedores preferentes sobre los créditos cedidos, se informa *“la existencia de un derecho de UTE a cobrar en forma prioritaria de los importes recaudados por TAP aquellos importes necesarios para cancelar el consumo de energía eléctrica por alumbrado público de la IC”*. No hay ningún motivo para contradecir tal afirmación, pero no está explicado en lugar alguno de dónde surge.

Antes bien, cuando se detalla la fuente normativa, se hace mención únicamente al **Decreto 57 de la Junta Departamental** de 27 de diciembre de 2012 y su reglamentación (N° 13/01411 del 21/3/2013), que establece el Sistema de Alumbrado Público (SAP) como un conjunto de prestaciones a cargo de la Intendencia de Canelones y se definen todos los elementos constitutivos del tributo. En su artículo 9 dice: ***“La recaudación de la TAP corresponde a la Intendencia de Canelones. Podrá ser percibida mensualmente por la propia Intendencia de Canelones o a través de los agentes de cobranza que la misma contrate<sup>9</sup> a tal fin al amparo del art. 767 de la Ley 16.736. Para aquellos padrones urbanos o suburbanos que no tengan asociados titulares de servicios de energía eléctrica, la TAP será percibida conjuntamente con la Contribución Inmobiliaria urbana y suburbana, documentándose en la misma planilla y con la misma modalidad de pago”***.

Esta normativa es contemporánea a los Acuerdos de Reestructuración de Pasivos entre la UTE y varias Intendencias y la *cesión en garantía de la cobranza descentralizada* claramente **no excluye** la TAP que se recauda por los agentes allí mencionados (Abitab, Red Pagos y el Correo). Esto es muy claro, al menos, sobre el caudal del tributo que se cobra conjuntamente con la contribución inmobiliaria<sup>10</sup>. En los Acuerdos no se menciona en absoluto

<sup>6</sup>. En el Acuerdo entre la IC y la UTE de fecha 23/12/2013 (en vigencia del Decreto 57) y luego transferido al fideicomiso.

<sup>7</sup>. Esto está recogido en la estructura bajo análisis, en el inciso 2 de la cláusula 7 del Contrato.

<sup>8</sup>. Esta posibilidad, si bien existe, es muy remota ya que es una garantía subsidiaria y se ejecutaría en último orden.

<sup>9</sup>. Dice simplemente agentes de cobranza, sin más aclaración que remitirse al art. 767 de la Ley 16.736 que, precisamente, habilitó a las Intendencias a contratar empresas para facilitar la gestión de cobranza; concepto en el que difícilmente podamos colocar a la UTE.

<sup>10</sup>. En el Prospecto los flujos están bien diferenciados en gráficos y porcentajes.

a la UTE en su rol de agente de cobranza de la TAP, cuando esto era ya una realidad desde mucho tiempo; lo cual sugiere que la intención (implícita) era que la recaudación vía UTE quedara por fuera de la cesión en garantía de cada Acuerdo.

Sin embargo, añade incertidumbre el artículo 17 y final del Decreto 57 cuando dice: **“Deróganse todas las disposiciones relativas a la tasa de alumbrado que regían con anterioridad al presente decreto”**<sup>11</sup>; lo cual cuestiona la regularidad jurídica de la cobranza del tributo vía UTE.

Por su parte, no debemos considerar que tales agentes o cajas de percepción son taxativos o inamovibles, dado que está previsto que puedan cambiar durante la vida de ambos Fideicomisos. En efecto, en el UTE-INTENDENCIAS, la cláusula 6.3 del Contrato de Fideicomiso dice que *“las Intendencias se comprometieron en el Acuerdo de Reestructuración a informar a la brevedad al acreedor y a notificar a todas aquellas nuevas entidades que sustituyan o se incorporen a los actuales agentes de cobranza descentralizada durante el plazo de amortización de los Créditos Reestructurados”*. En el presente Fideicomiso la cláusula 6.2 dice al final *“...toda modificación o incorporación de nuevos Agentes Recaudadores respecto de los Créditos Cedidos facultará al Fiduciario a actuar de conformidad con lo establecido en la cláusula 2.1 del Contrato de Cesión de Créditos”*. Y allí se dice mucho más: *“...cualquier nuevo tributo, tasa o subsidio que sustituya, modifique, suceda o altere los que se ceden en el presente Contrato se encuentran desde ya cedidos bajo el presente Contrato en los mismos términos y condiciones...”*.

Resumendo, no debe perderse de vista que *lo que produce la segmentación patrimonial del flujo de fondos no es la existencia de varias cajas o agentes de cobro, sino la cesión de los créditos*. La recaudación del tributo corresponde exclusivamente a la Intendencia de Canelones, pues es el sujeto activo, acreedor y única persona jurídica legitimada para ceder, en forma originaria, tales derechos de crédito. Si se instrumenta notificar a la UTE que el remanente de libre disponibilidad de la recaudación TAP se encuentra cedido a un fideicomiso, obedece a una razón de conveniencia práctica, pero en modo alguno esa recaudación disponible que la Intendencia cede se encuentra jurídicamente separada por un elemento contingente como es la diversificación de agentes de recaudación.

En suma, estas observaciones no representan una objeción jurídica estructural, pero entiendo que son datos que debieron incluirse en el Prospecto Informativo de la emisión, pues integran el concepto de información veraz y suficiente sobre hechos relevantes a que hace referencia el artículo 13 de la RNMV; sobre todo desde la perspectiva de los futuros Titulares Beneficiario, quienes en definitiva son quienes asumen el riesgo de invertir y a quienes va dirigido este informe.

## **(ii) El método de cancelación del financiamiento puente en la estructura**

### **a. Mutuo disenso, estipulación para otro y Primera Emisión**

En la cláusula 1.5 del Contrato luce el detalle de los financiamientos y sus ampliaciones que contrajo EBITAL y por las sumas allí expresadas con RENMAX y GLT, entre julio de 2019 y julio de 2020. EBITAL cedió en respaldo de dichas operaciones, los mismos derechos de crédito que como adjudicataria de las obras, le había cedido la IC en el contrato original de Cesión de Créditos.

<sup>11</sup>. En la Resolución reglamentaria 13/01411 se reitera el texto.

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 jurídico financiera que dio satisfacción a todos los involucrados, con los siguientes pasos:

- a) se recurrió a la figura del **mutuo disenso**<sup>12</sup> 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**<sup>13</sup> 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**.

El mutuo disenso es un negocio jurídico por el cual se extinguen los efectos del contrato. Las mismas partes que por mutuo acuerdo dieron vida al contrato, adoptan luego, por mutuo disenso, una voluntad antagónica. Aquella voluntad fue creadora del contrato y sus obligaciones, ésta desarma el contrato, borra su eficacia obligacional. De lo cual se extrae que el mutuo disenso no puede ser nunca un contrato, pues ninguna obligación surge de allí. El requisito de que el consentimiento sea voluntario y bilateral (mutuo) exonera a las partes de toda responsabilidad.

Finalmente digamos que el instituto funciona aun en casos en que todas las obligaciones contractuales están cumplidas, agotadas. En el caso, EBITAL contrajo préstamos con RENMAX y GLT y para pagar cedió y transfirió los Créditos, habiendo operado la tradición de los derechos reales sobre los mismos a favor de los acreedores, por lo cual no había obligaciones pendientes de cumplimiento. Ahora, mediante este nuevo acuerdo de voluntades y como habilita la norma se retiran **los derechos reales que se hubiesen transferido**, que regresan al patrimonio de EBITAL, quien por lógica y en contrapartida debe ofrecer a los acreedores una nueva forma de satisfacer sus créditos.

Aquí ingresa la estipulación para otro, con estos tres momentos:

- (i) EBITAL instruye al Fiduciario en el Contrato de Fideicomiso para que le pague a RENMAX y GLT (terceros a los cuales EBITAL no representa),
- (ii) para que el Fiduciario les pague (ventaja) con el producido de la colocación de los TD y
- (iii) los terceros RENMAX y GLT han aceptado la estipulación a su favor, hecho que está en conocimiento del Fiduciario, por lo cual pueden exigirle el pago directamente al Fiduciario<sup>14</sup>.

El cumplimiento de la estipulación y la concomitante cancelación de los financiamientos, se deberá verificar con la Primera Emisión de TD, conforme a lo dispuesto en el Prospecto (Términos y Condiciones) y en la cláusula 12 del Contrato.

<sup>12</sup>. Artículo 1294 Código Civil "Las partes pueden, por mutuo consentimiento, extinguir las obligaciones creadas por los contratos y retirar los derechos reales que se hubiesen transferido; y pueden también por mutuo consentimiento, revocar los contratos por las causas que la ley autoriza".

<sup>13</sup>. Artículo 1256 Código Civil "Si contratando alguno a nombre propio, hubiese estipulado cualquier ventaja en favor de tercera persona, aunque no tenga derecho de representarla, podrá esta tercera persona exigir el cumplimiento de la obligación, si la hubiese aceptado y hécholo saber al obligado, antes de ser revocada".

<sup>14</sup>. La estipulación está contemplada a texto expreso en las cláusulas 5.4 y 12 del Contrato de Fideicomiso y en notas anexas donde RENMAX, GLT y EBITAL comunican al Fiduciario la estipulación y sus respectivas aceptaciones.

## b. Mutuo disenso y cesión en garantía

Ahora bien, la realización de esa Primera Emisión es eventual, el proceso de emisión puede no alcanzar las expectativas, total o parcialmente. Puede ocurrir que no se alcancen ofertas que cubran todas las erogaciones previstas en la cláusula 12 del Contrato. Por lo cual en el documento de mutuo disenso se agrega crea una garantía a favor de RENMAX y GLT (denominada nueva cesión de créditos en garantía) y consiste básicamente en el precio que EBITAL tiene derecho a percibir de la colocación de los valores en el proceso de emisión y que es la contraprestación contractual de la transferencia al Fideicomiso de los Créditos Cedidos.

Dichos recursos son los mismos que constituye el objeto de la estipulación para otro que viene de comentarse y que el Fiduciario ya está obligado a entregar a los financiadores; a primera vista, esta garantía no tendría sentido. No obstante, la cesión tiene sentido si pensamos que en la Primera Emisión **no se integren los recursos suficientes** para pagar el total adeudado; con lo cual en garantía del saldo estará cedido a favor de RENMAX y GLT hasta la completa cancelación.

## c. Condiciones Resolutorias

Todo lo anterior está pautado, en el Contrato de Fideicomiso y en el Mutuo Disenso, por varias condiciones resolutorias que conviene explicitar en su orden cronológico y atendiendo a la teleología de la conexión de los contratos.

### En el Contrato de Fideicomiso:

1. La primera condición resolutoria expresa es que no se suscriban la totalidad de los TD y que el Fiduciario deje sin efecto la emisión.
2. No obstante, se prevé que el Fideicomitente instruya previamente al Fiduciario a realizar la emisión a pesar de no haberse suscripto la totalidad de valores ofrecidos. En este supuesto la condición será que la emisión resultante de lo suscripto no alcance para cancelar los financiamientos, en cuyo caso opera esta segunda condición (cláusula 17.3 del Contrato).
3. La tercera condición es que la Primera Emisión no se haya verificado al 20 de diciembre de 2020.

En cualquiera de estas hipótesis se extingue el contrato de Fideicomiso Financiero y por consecuencia, el Fiduciario deberá ceder los Créditos Cedidos, siguiendo su prelación temporal, esto es, primero a RENMAX y luego a GLT y hasta los importes originalmente cedidos, respectivamente (cláusula 17.4).

### En el Mutuo Disenso:

1. En el caso de RENMAX la cláusula 2.2 establece como condición resolutoria que **al 20 de diciembre de 2020** no se haya abonado *“la totalidad del importe adeudado bajo el Contrato de Colocación”*. La verificación de dicho evento determina *“la extinción de pleno derecho de la presente rescisión por mutuo acuerdo, volviendo a adquirir plena y total vigencia el Contrato de Cesión de Créditos”*.

2. En el caso de GLT la cláusula 2.2 establece como condición resolutoria “que al 27 de junio de 2021 Ebital no haya abonado a GLT la totalidad del importe adeudado bajo el Contrato de Apertura de Crédito”, con igual consecuencia que en el caso anterior. La variante de la fecha obedece a que en este caso 27 de junio de 2021 es la fecha límite de la apertura de crédito. En realidad se trata de un plazo resolutorio más que una condición resolutoria en sentido estricto.

## V. Apuntes finales y conclusión

El negocio proyectado cumple con los requisitos de constitución formal, individualización del patrimonio de afectación autónomo, separado e independiente de los patrimonios de los contrayentes, y previene la inscripción del contrato en el Registro Nacional de Actos Personales – Sección Universalidades (artículos 2, 6 y 17 de la Ley 17.703) y cláusula 37 del Contrato.


El patrimonio fiduciario responderá únicamente por las obligaciones establecidas en el Contrato y derivadas de la emisión. El patrimonio de afectación autónomo no responde por deudas del Fiduciario o del Fideicomitente (art. 7 Ley 17.703) y tampoco de los Titulares beneficiarios. A su vez, el patrimonio del Fiduciario no responderá por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que serán satisfechas con los Créditos Cedidos (art. 8 Ley 17.703). Dentro de este estatuto jurídico son de aplicación las pautas sobre rendición de cuenta que recaen sobre todo fiduciario (art. 18); obligación indelegable reglamentada en la cláusula 28 del Contrato.

En cuanto a la responsabilidad del Fiduciario, se debe tener presente que rige el artículo 16 de la Ley 17.703, que consagra una **responsabilidad subjetiva** bajo el estándar “prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él”.

En la cláusula 26 del Contrato se establecen en forma adecuada y de acuerdo al artículo 32 de la Ley 17.703, todos los aspectos relacionados con el régimen de las Asambleas de Titulares y los requisitos para la adopción de decisiones válidas y vinculantes. Se destaca que por **Mayoría Absoluta de Titulares** (voto de al menos dos Titulares cuyos valores representen un valor nominal superior al 50% de los TD emitidos), se puede resolver la caducidad anticipada de todos los plazos bajo los TD volviéndose exigibles todos los importes vencidos y a vencerse, para el caso que se incumpla con el pago por un plazo superior a los 120 días corridos.

**En conclusión, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos estructurales asociados al proceso de emisión.**

Montevideo, 17 de agosto de 2020.-



Dr. Leandro Rama