

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

*Montevideo, octubre de 2021*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II LOS TÍTULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE  
"FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO CAPITAL I"  
26 - octubre - 2021**

<b>Plazo,</b>	hasta 20 años a partir de la emisión.
<b>Títulos de Deuda:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por hasta la suma de UI 940 millones de Valor Nominal
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Cesión de la Intendencia de Montevideo de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE).
<b>Emisor:</b>	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA)
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia de Montevideo (IM)
<b>Amortización:</b>	El capital de los TTDD será amortizado en cuotas bimensuales a partir del período de integración, estimado en 5 años. En principio a partir de 2022 y hasta 2036. La IM se reserva el derecho de realizar cancelaciones anticipadas dentro de cada año.
<b>Pago de intereses:</b>	mensualmente durante el período de integración (estimado en 5 años) y luego en cuotas bimensuales conjuntamente con la amortización de capital.
<b>Fecha de la 1a. emisión:</b>	26/12/16
<b>Tasa:</b>	7 % efectivo anual
<b>Fiduciario:</b>	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión S.A)
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Entidad Registrante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A- uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30 de abril del 2022 <sup>1</sup>
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

<sup>1</sup> Ante la aparición de hechos relevantes CARE puede revisar la calificación en cualquier momento

## Resumen General

**CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda de oferta pública emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Fondo Capital I" manteniendo la categoría A- uy de grado inversor.**

El objeto de esta emisión consiste en la generación de recursos para la realización de inversiones en obra pública por parte de la Intendencia de Montevideo (en adelante IM) por un importe de hasta UI 940.000.000.

A efectos de realizar dichas inversiones, la IM requirió de financiamiento para lo cual plantea la emisión de varios títulos de deuda de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso por un monto de hasta UI 940.000.000. El repago de los títulos está respaldado con la parte de cobranza de tributos que transfiere la IM en forma bimensual a razón de hasta UI 18 millones por cuota hasta cancelar la totalidad de los títulos emitidos, los intereses y los fondos necesarios para cubrir otros gastos con un tope de UI 2.160 millones.

Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

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

- El presente fideicomiso se realiza al amparo de la Ley 17.703 y por las razones que se desarrollaron en profundidad en el informe jurídico que acompañó la calificación original, *"no se advierten riesgos jurídicos estructurales en el proceso de emisión"*.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

### Respecto de la Administración:

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos. Se destaca la creación de una *Comisión Especial*, órgano político con representación de la oposición que no integra la estructura administrativa pero con función de seguimiento de lo actuado, y la figura del *Agente Certificador*, un tercero independiente que tiene la función de contralor de las actuaciones en lo concerniente a la realización de la obra pública y a la contratación de la misma<sup>2</sup>.

### Respecto de los flujos proyectados:

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda representa, en términos anuales, un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (del orden de 2,4 %) y aún de la cobranza que se cede, alrededor del 8.5 % de la misma. Esta situación no cambia sustancialmente si se considera una segunda operación, posterior a ésta en el orden de prelación pero que afecta el mismo caudal de créditos, denominada "Fideicomiso Financiero Fondo Agroalimentario".

<sup>2</sup>. El agente certificador es UNOPS (The United Nations Office for Project Services) organismo operacional de las Naciones Unidas que apoya a sus asociados en la ejecución de sus proyectos.

Considerando ambos fideicomisos, la relación de afectación de recursos es del orden del 2,39 % y del 10,4 % del total de ingresos municipales o de lo afectado respectivamente.

- Si bien, la IM declara tener otra afectación de ingresos, la misma no reviste una magnitud tal que invalide esta aseveración y no interfiere con la cesión del SUCIVE a este fideicomiso en tanto proviene de otra fuente.
- Tampoco parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de ingresos vehiculares por debajo del nivel exigido por esta operación.
- El severo análisis de sensibilidad practicado por CARE, reproduciendo la situación de los años 2001/2003, según su metodología, resultó satisfactorio<sup>3</sup>.
- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IM, tanto la propia como la de origen nacional.

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

- La votación lograda en la Junta, la intervención del Tribunal de Cuentas, así como la creación de estructuras de supervisión de amplia base política, permiten contemplar satisfactoriamente los aspectos del riesgo político que podrían afectar la situación de los compromisos asumidos en esta operación. Por otra parte, otras fortalezas derivadas de la naturaleza misma de la estructura colaboran en este sentido.
- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación, que no estén debidamente contemplados. En particular se destacan los compromisos contractuales para que la IM notifique eventuales nuevas cesiones de modo de poder contrastar todas las obligaciones con el rubro de retribuciones personales<sup>4</sup>.
- En tal sentido, la IM no ha comunicado nuevas operaciones financieras que afecten lo comprometido en este fideicomiso.
- La crisis sanitaria provocada por el Covid 19 a partir del primer semestre del año 2020, si bien afectó la recaudación de tributos cedida, no tuvo un impacto de magnitud tal que no haya sido comprendido en el análisis de sensibilidad. Por otra parte, esta situación está en vías de superarse.

<sup>3</sup>. Esto cubre también las contingencias que podrían esperarse como consecuencia de la pandemia

<sup>4</sup>. Cláusula 28, Contrato de fideicomiso.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos por REPUBLICA AFISA (en adelante RAFISA) en su calidad de Administradora Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Fondo Capital I (en adelante FFFC I) por un monto total de hasta la suma de UI 940.000.000 que serán adquiridos por los beneficiarios. Los títulos que se califican se emiten con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos futuro que por concepto de cobro de tributos departamentales, comprendidos en el SUCIVE, es fideicomitado por la IM a RAFISA por hasta la suma necesaria para cubrir la cancelación de los títulos, los intereses comprometidos y todos los gastos inherentes a la implementación y administración de esta operación. Esta suma se integrará a razón de hasta UI 18 millones bimensuales a partir del mes de enero siguiente a la fecha de emisión más los fondos necesarios para cubrir los gastos del fideicomiso.

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

Los tributos a fideicomitir por parte de la IM son los derechos de crédito presentes y futuros por concepto de recaudación del impuesto a los vehículos de transporte (numeral 6º del artículo 297 de la Constitución de la República), los recargos, multas y moras, así como las multas que pudieran corresponder a los propietarios, poseedores o conductores, a los que tiene o tenga derecho la IM (en adelante "*Ingresos Vehiculares*"). Estos son los recursos *cedidos al SUCIVE según Ley No. 18.860 del 28/12/11. La Cesión de Créditos incluye los pagos* realizados bajo el contrato de Fideicomiso SUCIVE así como los eventuales contratos que se firmen en el futuro para la cobranza de los Ingresos Vehiculares de la IM hasta la concurrencia de todos los importes adeudados bajo el Contrato de Fideicomiso en los plazos y condiciones establecidos.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una firma autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio<sup>5</sup>.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> . La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera.

<sup>6</sup> . Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores nominativos, indivisibles y pertenecerán en una primera instancia al beneficiario (los inversores) y son emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se amortizarán en un período de 15 años, en cuotas bimensuales una vez finalizado el periodo de integración o periodo de ejecución de obras estimado en 5 años, es decir, se espera comenzar a amortizar no más allá del 4/2/22 y hasta el 4/12/36. La IM se reserva el derecho de realizar cancelaciones anticipadas dentro de cada año.

Los intereses se están cancelando mensualmente durante el período de integración y una vez culminado el mismo se cancelarán conjuntamente con la amortización en cuotas bimensuales hasta su cancelación total. La cuota bimensual conjunta de capital e intereses se estima en UI 17.495.562, cifra menor obviamente a la cesión comprometida.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](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 y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe acompañara como anexo al informe de calificación original.

## 2. Antecedentes generales

- La Intendencia Municipal de Montevideo (IM) ha decidido realizar diversas obras públicas en el Departamento por un total de, aproximadamente UI 940.000.000 según detalle que se describe en el Anexo A del Contrato de Fideicomiso.
- El Tribunal de Cuentas de la República (TCR) emitió informe con fecha 20 de enero de 2016 que en lo sustancial dice: *“se cumplió en todos sus términos el artículo 301.2 de la Constitución de la República”*. No obstante realiza también otras observaciones que, en cuanto eventuales riesgos jurídicos de la estructura, se analizan en el Anexo 1 de la calificación original.
- Por Decreto de la Junta Departamental de Montevideo N° 35.827 de fecha 1° de febrero de 2016, se aprobó la creación del Fondo Capital con destino a financiar obras públicas de movilidad urbana, y gestión y tratamiento de residuos sólidos de la ciudad de Montevideo. Dicho Fondo se financiará con los ingresos obtenidos por la Intendencia provenientes del SUCIVE, por los montos anuales necesarios para realizar el repago de un capital de hasta UI 940.000.000 (Unidades Indexadas novecientos cuarenta millones) más intereses y gastos de estructuración y administración del financiamiento; y eventualmente con otros recursos aportados por la Intendencia.

- El Intendente de Montevideo promulgó el Decreto 35.827 en fecha 4 de febrero de 2016 según Resolución No. 492/16. Este Decreto habilitó a la Intendencia a constituir un Fideicomiso mediante el aporte de activos del Fondo.
- La IM había adherido al Fideicomiso Financiero SUCIVE el día 4 de enero de 2012 siendo, desde esa fecha, la titular del 100 % de lo recaudado por el mismo en lo que refiere al Departamento de Montevideo.
- El 9 de junio de 2016 la Comisión de Seguimiento del SUCIVE, creada por el art. 3 de la Ley 18.860, otorgó el aval correspondiente a efectos de la cesión de derechos, por parte de la IM, en consonancia con el decreto departamental y previa ratificación del Congreso de Intendentes del 19 de mayo de los corrientes. Todo lo cual fue informado a RAFISA.
- En virtud de lo anterior, las partes (IM y RAFISA) constituyeron el fideicomiso que nos ocupa, mediante el cual la IM como administradora del Fondo Capital y en su calidad de fideicomitente, cede créditos del mismo para emitir Títulos de Deuda y se realicen obras en la ciudad de Montevideo.
- En cumplimiento de los fines del Fideicomiso, el Fiduciario es el encargado de contratar con los Proveedores que sean necesarios para llevar adelante las Obras. Para ello realiza los llamados a interesados que correspondan, siguiendo las recomendaciones y con la documentación y pliegos de condiciones que sean elaborados por la IM. Asimismo, y en caso de ser necesario, se podrán contratar consultores externos, a efectos de asesorar en las mencionadas contrataciones o en los que fuere necesario respecto de las Obras. Todo este proceso será supervisado por el agente certificador. El Fiduciario está autorizado también para reembolsar a la Intendencia, todos aquellos gastos vinculados a Obras que hayan sido adelantados por la IM, o que sean abonados directamente por la Intendencia (por ejemplo, pagos por expropiaciones que deban ser realizadas para llevar adelante las Obras).
- Con fecha 21/12/16 se firmó el Memorando de Acuerdo entre la IM y UNOPS por el cual esta última brinda asistencia técnica para los proyectos de infraestructura vial y física comprendidos en el marco de este fideicomiso. La implementación de la Asistencia Técnica se llevará a cabo a través de cinco módulos de trabajo:

**Módulo 1:** UNOPS como Agente Certificador de Obras

**Módulo 2:** Apoyo a Direcciones de Obra de la IM

**Módulo 3:** Asesoramiento y Revisión de Proyectos, Pliegos y Contratos

**Módulo 4:** Fortalecimiento de la Oficina de Gestión de Proyectos Estratégicos

**Módulo 5:** Gestión de Proyectos de UNOPS

- Con fecha 12/6/19 se modificó el Memorando de Acuerdo entre la IM y la UNOPS (tal cual se había anunciado) con la finalidad de extender la asistencia técnica brindada por el organismo hasta la finalización del fideicomiso. Esta modificación fue aprobada por la IM en Resolución No 2626/19 de fecha 31/5/19. Ambos documentos figuran como anexo del Informe de UNOPS No. 10

- No vinculado directamente a esta operación en cuanto a sus objetivos pero sí en cuanto a los recursos afectados para el repago de las mismas, se constituyó con fecha 23/3/18 el "Fideicomiso Financiero Fondo Agroalimentario" entre RAFISA y la IM por el que se emiten el equivalente de hasta UI 240 millones y que se encuentra en plena ejecución.

### 3. Hechos salientes del periodo

- La UNOPS continúa elaborando los informes de avance dando cuenta de las actividades de Asistencia Técnica vinculada a la ejecución de las obras. De acuerdo a dichos informes nada hace suponer que las obras no se estén llevando a cabo en los términos razonablemente previstos; en particular se destaca su rol de Agente Certificador brindando la no objeción al pago de los certificados de obra que se van presentando. En esta ocasión, el último informe presentado fue el No. 17 correspondiente al periodo marzo - junio de 2021 que da cuenta del porcentaje de avance en cada obra. Se recuerda que actualmente los informes son cuatrimestrales.
- Se destaca que de las 8 obras viales financiadas por el Fideicomiso, a la fecha del mencionado informe, 5 de ellas están culminadas o en proceso de finalización.
- Al 5 agosto de 2021, fecha de la última emisión registrada al momento de redactar este informe, el total acumulado de los títulos emitidos alcanza la cifra de casi UI 604 millones lo que representa algo más del 64 % del total autorizado. El ritmo de emisiones se realiza según avanzan las obras y todas ellas se colocaron al 7 % efectivo anual en UI.
- Según surge de los EE.CC intermedios al 30/6/21 los pagos por participación certificado (obras) acumulados a esa fecha ascienden a \$ 2.645 millones (\$ 300 millones se pagaron en el semestre informado) todo lo cual ha sido controlado por la UNOPS.
- Según publica la IM en su portal web ya se aprobó el nuevo Presupuesto que rige desde el corriente año 2021 y hasta el 2025.
- Con fecha 4/5/2021, la Asamblea de Titulares aprueba una nueva modificación de contrato (la tercera) referida al inciso cuarto de la cláusula 12 del mismo, en la redacción dada según modificación efectuada el 26/6/2020. La misma refiere a la fecha tentativa de la última emisión para cancelar los remanentes de contratos de obra vigentes a ese momento.

#### **4. Objeto de la calificación e información analizada.**

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

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

- Informe de calificación original y sucesivas actualizaciones
- Informe de calificación y actualizaciones del "Fideicomiso Financiero Fondo Agroalimentario"
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/21
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/6/21
- Actualización de la recaudación del SUCIVE al mes de agosto de 2021.
- Informes de avance números 16 y 17 de la Oficina de Naciones Unidas de Servicios para Proyectos (UNOPS) correspondiente a los cuatrimestres noviembre 2020 - febrero 2021 y marzo 2021 – junio de 2021.
- Tabla de emisiones realizadas hasta el 5/8/2021.
- Tercera modificación de contrato de fecha 10/6/2021.

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán adquiridos por el o los beneficiarios, en oferta pública, en dos tramos según se detalla más adelante. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de la recaudación correspondiente y necesaria de tributos municipales a los vehículos automotores. Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de Emisión:</b>	Hasta UI 940.000.000; hasta el momento se han emitido UI 10 millones
<b>Interés:</b>	7 % efectivo anual.
<b>Plazo:</b>	Hasta 20 años a partir de la emisión. Este período se compone, en principio, de 5 años para la ejecución de obras e integración de los fondos emitidos y 15 años para su cancelación.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda serán cancelados en cuotas mensuales durante el período de integración y posteriormente en cuotas bimensuales conjuntamente con la amortización de capital.
<b>Amortización del capital:</b>	El capital comenzará a amortizarse luego de culminado el período de ejecución, en cuotas bimensuales por un período estimado en 15 años. Tentativamente la primera cuota vence el 4/2/22 y de ahí en más todos los meses pares, sin perjuicio de la facultad del Fideicomitente de solicitar el pago en forma anual en el mes de febrero, y en tal caso adelantándose y cancelándose los pagos del año corriente calendario.
<b>Activo fideicomitado:</b>	Flujo de Fondos por UI 18.000.000 bimensuales hasta alcanzar la suma necesaria para que el Fideicomiso cancele todas las obligaciones emergentes del Contrato. El flujo provendrá de los créditos presentes y futuros que la IM tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE por concepto de los pagos que por tributos, precios y otros ingresos departamentales efectúen sus contribuyentes y clientes, independientemente de quién sea en el futuro el fiduciario administrador del SUCIVE.

**Agente**

**certificador:** Oficina de las Naciones Unidas de Servicios Para Proyectos (UNOPS)

**Entidad**

**Representante:** Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA)

**Entidad**

**Registrante:** Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

**Calificación**

**de Riesgo:** A- uy

### Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos y de un financiamiento a largo plazo que trasciende el período de la actual administración municipal, el análisis jurídico es básico para blindar el negocio financiero. Resulta clave por tanto a juicio del Comité de Calificación de CARE la legitimación de todo lo actuado.

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó al informe de calificación original como Anexo 1 por lo que se considera innecesario reiterar acá y sólo se reproduce, a título informativo, su conclusión final:

***“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión.”***

### Riesgos considerados

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

**Riesgo por iliquidez.** Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *Riesgo bajo*.

## III. LA ADMINISTRACIÓN

### La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC al cierre intermedio del 30/6/2021 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 776.582. Esto supone un ligero incremento con respecto a diciembre del año anterior. 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 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-21</b>	<b>31-Dec-20</b>	<b>31-Dec-19</b>
<b>Activo</b>	<b>873.893</b>	<b>869.245</b>	<b>810.023</b>
Activo Corriente	183.462	199.937	224.515
Activo no Corriente	690.431	669.308	585.508
<b>Pasivo</b>	<b>97.311</b>	<b>95.385</b>	<b>107.260</b>
Pasivo Corriente	71.858	73.727	90.321
Pasivo no Corriente	25.453	21.658	16.940
<b>Patrimonio</b>	<b>776.582</b>	<b>773.859</b>	<b>702.762</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>873.893</b>	<b>869.245</b>	<b>810.023</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,55</b>	<b>2,71</b>	<b>2,49</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre del primer semestre de 2021, la firma sigue mostrando resultados positivos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a junio de 2021 y su comparativo con el mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	30-Jun-21	30-Jun-20	31-Dec-20
Ingresos Operativos	191.786	157.884	291.254
Gastos de Adm y Ventas	(118.542)	(108.249)	(223.491)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>73.244</b>	<b>49.635</b>	<b>67.763</b>
Resultados Diversos	-	-	171
Resultados Financieros	7.702	32.812	78.752
IRAE	(17.297)	(15.394)	(30.869)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>63.649</b>	<b>67.052</b>	<b>115.817</b>
Otro resultado integral	74	74	279
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>63.723</b>	<b>67.127</b>	<b>116.096</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos<sup>7</sup>.

Al 30 de junio de 2021, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

### El Fideicomiso<sup>8</sup>

El Fideicomiso se creó mediante contrato celebrado el 26 de setiembre de 2016 entre RAFISA (la Fiduciaria) y la Intendencia de Montevideo (IM). Según modificación de contrato de fecha 25 de noviembre de 2016 se fijó el monto de la cesión bimestral que la IM hará al mismo para cubrir la cancelación de los títulos, sus intereses y demás gastos, en UI 18 millones. Esto tendrá un tope de UI 2.160 millones. En consecuencia, el cronograma de fondos a percibir por parte del Fideicomiso desde el año 2017 hasta el año 2036 inclusive es de UI 108 millones anuales (pagaderos en seis cuotas bimensuales de UI 18 millones cada una).

Esta cesión se viene realizando en la medida de las necesidades del fideicomiso, pudiendo ser menos tal como ha ocurrido hasta ahora en que rige todavía el periodo de gracia por lo que solamente se están pagando los intereses correspondientes.

Como ya se informara en otra sección del presente informe, al 5 de agosto de 2021 ya se habían emitido títulos por un valor acumulado de UI 604 millones lo que representa algo más de 64 % del total autorizado (UI 940 millones), todas ellas al 7 % anual. Al cierre del semestre (Cuadro 3) el saldo de TT.DD emitidos era de UI 588.3 millones.

Los intereses se pagan mensualmente los días 5 de cada mes luego de la fecha de emisión; una vez vencido el periodo de gracia, los intereses se abonarán conjuntamente con las amortizaciones de capital. Estas, se dispuso comiencen a partir del primer mes de febrero luego de realizada la última emisión (se estima en 2022), las cuotas de amortización e intereses a partir de entonces, tendrán un ritmo bimensual con vencimiento en los meses pares.

Al 30/6/2021, los EE.CC intermedios del Fideicomiso, expuestos en forma resumida, mostraban lo siguiente:

<sup>7</sup>. En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

<sup>8</sup>. En relación a la crisis sanitaria, se dice que con la información disponible se estima que la pandemia no tendrá un efecto significativo en los estados financieros del Fideicomiso por cuanto éste mantiene un crédito correspondiente a la cesión de derechos de cobro SUCIVE, los cuales se encuentran comprometidos para el repago de los títulos.

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

Concepto	30/06/2021	31/12/2020	31/12/2019
<b>Activo</b>	<b>5.575</b>	<b>5.313</b>	<b>5.005</b>
Activo Corriente	712	528	466
Activo no Corriente	4.863	4.785	4.539
<b>Pasivo</b>	<b>3.152</b>	<b>2.595</b>	<b>1.348</b>
Pasivo Corriente	165	113	225
Pasivo no Corriente	2.987	2.482	1.123
<b>Patrimonio</b>	<b>2.423</b>	<b>2.718</b>	<b>3.656</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>5.575</b>	<b>5.313</b>	<b>5.005</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,32</b>	<b>4,67</b>	<b>2,07</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Rige todavía el período de gracia por lo que no han comenzado a amortizarse las emisiones realizadas hasta la fecha; si, en cambio, se vienen pagando regularmente los intereses mensuales así como se vienen recibiendo las cesiones comprometidas por la IM según necesidades del fideicomiso por lo que el fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones. En el primer semestre de 2021 se pagaron por concepto de intereses, algo menos de UI 18 millones y se recibieron fondos de parte de la IM por unas UI 19.5 millones.

Con el producto de las emisiones realizadas, se van cancelando los certificados de obra cuyo control realiza la UNOPS. Los gastos por participación (pagos por obras en ejecución) certificados, ascendieron en el semestre informado, a unos \$ 300 millones, totalizando al cierre un acumulado de \$ 2.645 millones distribuidos entre distintas obras. Según consta en el último informe de avance presentado por la UNOPS, (lleva el No. 17 y comprende el cuatrimestre marzo a junio del corriente año 2021) de la 8 obras viales comprendidas, a esa fecha 5 de ellas se encuentran terminadas o en proceso de finalización.

El cronograma de pagos por cancelación de las emisiones recibidas así como la cesión de tributos a recibir se visualiza en el Cuadro 4.

### Riesgos considerados:

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

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

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

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

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

Los títulos de deuda que se están emitiendo alcanzarán un total de hasta UI 940.000.000.

Los mismos se amortizarán en cuotas bimestrales a partir de febrero de 2022 (fecha estimada) durante 15 años. Durante los primeros 5 años, que es el período de integración, solo se pagan intereses en forma mensual. Para hacer frente a estos compromisos, así como al objeto principal que es el pago de las obras, el fideicomiso cuenta con el monto de la emisión y con la cesión de tributos provenientes del SUCIVE y corresponden a la IM.

El contrato prevé como aspecto novedoso el que sea el propio fideicomiso quien lleve adelante el proceso de contratación de proveedores que ejecutan la obra prevista. Sin embargo es la IM la encargada de confeccionar los pliegos que regirá dicho proceso así como seleccionar y contratar la figura del Agente Certificador encargada del contralor de todo lo actuado. Se trata en este caso de un organismo de Naciones Unidas lo que asegura transparencia e idoneidad (UNOPS) y sus informes periódicos son remitidos a CARE los que son tenidos en cuenta para la elaboración de este informe. Fue prevista, además, una Comisión Especial con amplia representación política con funciones de seguimiento (hasta la fecha, no consta que haya tenido necesidad de actuar). Todo el procedimiento está exhaustivamente descrito en el Contrato de Fideicomiso y fue objeto de especial atención en el análisis jurídico que practicó CARE con las conclusiones expuestas en el capítulo correspondiente.

### Análisis de Suficiencia

Está previsto que la IM ejerza la opción de pagar anticipadamente el importe anual (amortización e intereses) en el primer vencimiento, esto es en el mes de febrero. Importa entonces analizar la cifra que esto supone en relación a la cifra de tributos cedidos y la relación entre éstos y el total recaudado.

En forma muy conservadora, se simuló el cronograma de pagos según el escenario más oneroso posible: a) que la IM no haga uso de la opción de pago anticipado, b) que se aplique la tasa máxima autorizada, 8 % (lo que hasta ahora no ha ocurrido ya que las emisiones realizadas salieron al 7%) y que, además, se pague intereses por el total de la emisión desde el comienzo.

Por otro lado, con un desfase de aproximadamente dos años, la IM constituyó una operación similar a ésta en cuanto a su estructura financiera aunque sustancialmente menor (hasta UI 240 millones) para cuyo repago comprometió la misma fuente de recursos, esto es, la recaudación del SUCIVE. Más allá que en el orden de prelación está primero este fideicomiso, corresponde un análisis conjunto. Esto es lo que se muestra en el cuadro siguiente.

**Cuadro 4: Cronograma tentativo de pagos máximo de ambos fideicomisos (miles de UI)**

año	capital	intereses	capital	intereses	total pagos	cesiones
2021		72.804	8.781	13.700	95.285	130.200
2022	46.159	70.949	6.849	13.373	137.330	130.200
2023	36.915	68.061	7.260	12.962	125.198	130.200
2024	39.868	65.108	7.695	12.527	125.198	130.200
2025	43.058	61.918	8.157	12.065	125.198	130.200
2026	46.502	58.474	8.647	11.576	125.199	130.200
2027	50.222	54.754	9.165	11.057	125.198	130.200
2028	54.240	50.736	9.715	10.507	125.198	130.200
2029	58.579	46.397	10.298	9.924	125.198	130.200
2030	63.265	41.711	10.916	9.306	125.198	130.200
2031	68.326	36.650	11.571	8.651	125.198	130.200
2032	73.792	31.184	12.265	7.957	125.198	130.200
2033	79.695	25.281	13.001	7.221	125.198	130.200
2034	86.070	18.906	13.781	6.441	125.198	130.200
2035	92.955	12.021	14.608	5.614	125.198	130.200
2036	100.392	4.584	15.484	4.738	125.198	130.200
2037			16.414	3.808	20.222	22.200
2038			17.399	2.824	20.223	22.200
2039			18.443	1.780	20.223	22.200
2040			19.549	673	20.222	22.200
<b>Totales</b>	<b>940.000</b>	<b>719.538</b>	<b>240.000</b>	<b>166.704</b>	<b>2.066.278</b>	<b>2.172.000</b>

Fuente: CARE en base a RAFISA

**NOTA:** las dos primeras columnas corresponden al Fideicomiso Fondo Capital y las otras al Fideicomiso Fondo Alimentario

Como se ha indicado, el cuadro precedente fue calculado en una hipótesis de máxima para demostrar la suficiencia de fondos comprometidos respecto a las obligaciones de repago de los títulos de ambos fideicomisos, lo que surge claramente. En los hechos, hasta el momento se ha emitido una cifra que representa algo más del 64 % del total autorizado a una tasa de interés del 7 % anual, un punto menor a la utilizada en el cuadro mencionado. También, se sabe, las emisiones son diferidas por lo que los intereses en los primeros años, se calculan sobre los montos parciales y no sobre el total. Puede observarse que aun con esos supuestos que, sabemos, no están ocurriendo y los desembolsos reales vienen siendo menores a los que figuran en el cuadro precedente, con las cesiones previstas se cubren los compromisos de las emisiones de ambos fideicomisos.

Se reitera que la opción de pago anticipada es perfectamente posible en virtud de la distribución de la recaudación del SUCIVE a lo largo del año (ver Cuadro 7).

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

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

**Cuadro 5: Presupuesto 2021 - 2025 a valores de diciembre 2020 (millones UI)**

Concepto	2021	2022	2023	2024	2025
<b>INGRESOS</b>	<b>5.500</b>	<b>5.811</b>	<b>5.726</b>	<b>5.752</b>	<b>5.843</b>
Recursos propios	4.795	4.929	5.050	5.075	5.117
Aportes Gobierno Central	503	519	517	514	514
<b>Total recursos</b>	<b>5.297</b>	<b>5.448</b>	<b>5.566</b>	<b>5.589</b>	<b>5.631</b>
Financiamiento externo	202	363	160	163	212
<b>Egresos</b>	<b>5.102</b>	<b>5.232</b>	<b>5.244</b>	<b>5.248</b>	<b>5.277</b>
Gastos de Funcionamiento	1.942	2.023	2.023	2.023	2.023
Retribuciones personales	2.434	2.467	2.480	2.484	2.513
Inversiones con fondos propios	585	601	601	601	601
Junta Departamental	140	140	140	140	140
<b>Resultados antes de amortizaciones fin.</b>	<b>398</b>	<b>579</b>	<b>482</b>	<b>504</b>	<b>566</b>
Amortizaciones financieras largo plazo (1)	180	181	174	177	180
Inversiones con financiamiento externo	202	363	160	163	212
<b>Resultado final</b>	<b>15</b>	<b>34</b>	<b>149</b>	<b>163</b>	<b>173</b>

**Nota:** la conversión a UI se hizo según cotización al 31/12/2020: 4,7846

Fuente: Sitio web de la IMM

(1) incluye amortización y gastos del Fondo Capital;

Por otra parte, la recaudación real del SUCIVE correspondiente a la IM se situó en 2020 en el orden de las UI 1.255 millones 6% menos que el año anterior confirmando lo que se preveía en el sentido que la crisis sanitaria afectaría la economía en su conjunto, incluyendo la recaudación de tributos.

**Cuadro 6: Recaudación SUCIVE (millones UI)**

Año	Monto	Incremento
2020	1.255	-6%
2019	1.335	2%
2018	1.312	6%
2017	1.235	11%
2016	1.109	9%
2015	1.013	19%
2014	849	15%
2013	739	

Fuente: Prospecto y RAFISA

En términos anuales, el compromiso de tributos a fideicomitir es de UI 108 millones, producto de seis cuotas bimensuales de UI 18 millones y a partir del corriente año 2021 cuando empiecen a regir las obligaciones del segundo fideicomiso es de UI 130.2 millones anuales. Esto representa alrededor de 2,39 % de los recursos presupuestales totales de la IM (sin contar financiamiento externo) para el año 2022 y alrededor del 10,4 % de la recaudación del SUCIVE del 2020 luego de haber experimentado una caída que se supone extraordinaria, como lo sugiere el hecho que fue la primera vez que se quiebra una tendencia creciente. Reforzando esto último, CARE dispuso de la información de recaudación del SUCIVE para Montevideo actualizada hasta el mes de agosto de 2021; esta fue de miles de UI 1.105.345, 7,37 % mayor que la obtenida en el mismo periodo del año 2020 que fue de miles de UI 1.029.474 por lo que confortablemente se puede inferir que habrá recuperado la tendencia histórica y en consecuencia se afectará una porción aún menor de los tributos cedidos.

Interesa no obstante, analizar la cadencia en que habrá de producirse la cesión de tributos. Está previsto que la remuneración de los títulos se haga en cuotas bimensuales pero la IM se reserva el derecho de anticipar, dentro de cada año, el pago total en el primer vencimiento, esto es, en el mes de febrero. Esto responde a que, si bien la recaudación de los tributos vehiculares se distribuye de la misma forma que el pago propuesto (en forma bimensual) la misma no es proporcional sino que tiene una alta concentración en la primera cuota anual (enero) por el incentivo que representa el descuento ofrecido por cancelación de la patente anual en esa fecha. Al respecto la IM informaba en el Prospecto de esta operación que, históricamente, en enero se concentra alrededor del 50 % de la recaudación total mientras que para las 5 restantes cuotas (meses impares) la recaudación oscilaba entre 6 % y 7% en cada cuota completándose el resto de la recaudación en los meses sin vencimiento (pares) a razón de 2 % a 5 %.

CARE verifica que esta estructura se mantenga esencialmente vigente a partir de la recaudación del SUCIVE cada año, el último de los cuales corresponde al año 2020 inclusive<sup>9</sup>. Del cuadro siguiente se desprende que, efectivamente, la distribución de la recaudación se mantiene básicamente en los términos informados en el Prospecto.

Cuadro 7: Recaudación mensual Sucive 2020		
mes	millones UI	%
enero	655	52%
febrero	34	3%
marzo	82	7%
abril	25	2%
mayo	79	6%
junio	33	3%
julio	93	7%
agosto	30	2%
setiembre	86	7%
octubre	29	2%
noviembre	80	6%
diciembre	31	2%
<b>Total</b>	<b>1.255</b>	<b>100%</b>

Fuente: RAFISA

Puede comprobarse, también, que el compromiso de ceder al fideicomiso UI 18 millones bimensualmente es perfectamente alcanzable; es más, si la IM optara por anticipar los pagos de todo el año al primer vencimiento (bimestre enero/ febrero) se observa que también sería posible.

### Otras cesiones

Según cláusula 28 literal a. del contrato de fideicomiso, la IM declara y garantiza que *“A la fecha no existen cesiones de créditos anteriores de los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE”*.

Además, de contraer otras obligaciones de esta naturaleza, se compromete a informar a CARE, lo que al momento de redactar este informe no ha ocurrido.

<sup>9</sup> . La conversión a UI la hizo CARE según cotización de mitad de cada mes

## Sensibilización

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

A modo de sensibilización, se estableció la eventualidad de un escenario de crisis económica que implique una caída importante de la recaudación. En tal sentido, la información que obra en poder de CARE proporcionada por OPP, establece que en la crisis del 2001/2003 cayeron mucho más los ingresos de las intendencias en general, provenientes de fuentes locales, que las provenientes de origen nacional. En Montevideo el comportamiento fue diferente y parece lógico en tanto Montevideo se aparta sensiblemente del resto de las intendencias en cuanto a la estructura de sus recursos. Mientras que para el conjunto de las intendencias del interior, los recursos propios representan, en promedio, el 67 % en Montevideo representa aproximadamente, de acuerdo a lo que se puede observar en el Cuadro 5, alrededor del 90 %.

La información anterior sugiere que con esta estructura podría ser diferente la sensibilidad a una eventual crisis en comparación con las demás intendencias. Si bien se reconoce un enlentecimiento en la economía del país, particularmente en 2020 tras la crisis sanitaria<sup>10</sup>, ningún analista pronostica una caída en el PBI, de la magnitud registrada en la crisis mencionada; en todo caso, superado el año 2020, en el corriente año 2021 se espera una recuperación cercana al 3 % del PBI.

No obstante, se simuló el efecto que podría tener una crisis de la magnitud de la ocurrida en 2001/2003. Cabe recordar que en ese entonces, el PIB cayó en volumen físico en el 2001 y 2002 un 11,83 %. Por su parte la recaudación total de la IM cayó el 12 % real en un solo año (2002) y la propia un 10 %.

**Cuadro 8: Evolución de ingresos de la IMM en períodos de crisis**

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

Fuente: OPP y BCU

Teniendo presente estos datos históricos cabe plantear dos escenarios de sensibilización: uno moderadamente crítico con una caída de la recaudación en moneda constante del 5 %, y otro escenario más severo con una caída del 10 % que reproduce lo ocurrido en 2002. Se toma este porcentaje referido a los recursos propios en razón de la volatilidad que para Montevideo registran las transferencias.

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

<sup>10</sup> . La caída de la economía para el año 2020 fue de 5,9 % del PBI.

## Cuadro 9: Sensibilidad, Ingresos abatidos 5% y 10 %

Concepto (año 2022)	millones UI
Recursos totales abatidos (5 %)	5.175
Recursos totales abatidos (10 %)	4.903
Tributos cedidos	130
<b>Recursos disponibles esc. 1</b>	<b>5.045</b>
<b>Recursos disponibles esc. 2</b>	<b>4.773</b>
Retribuciones personales	2.467
<b>Excedente 1</b>	<b>2.578</b>
<b>Excedente 2</b>	<b>2.305</b>

Fuente: CARE en base presupuesto IMM

Las cifras utilizadas corresponden a las establecidas en el nuevo presupuesto quinquenal (2021 – 2025) y en particular las correspondientes al año 2022.

Como tributos cedidos se incluyen los UI 130.2 millones correspondientes a los dos fideicomisos.

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

### Riesgos considerados

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

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

## V. EL ENTORNO

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

### Riesgos considerados

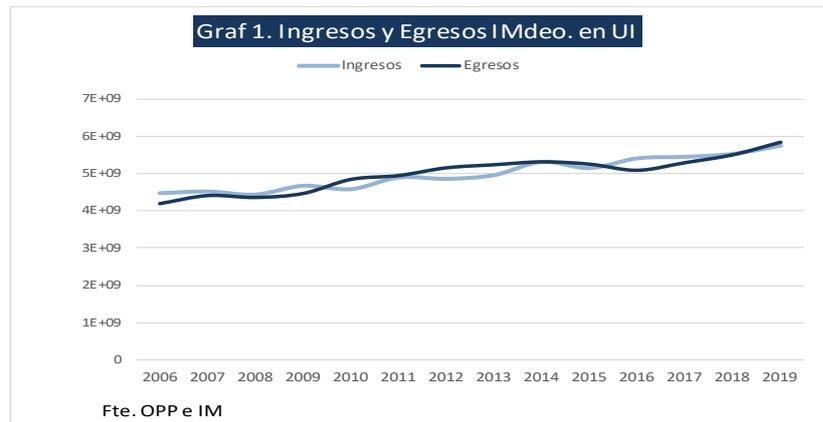
En consecuencia no corresponde el análisis del llamado riesgo mercado, como no existe en consecuencia tampoco un análisis del llamado riesgo de políticas públicas sectoriales referidas a ese mercado.

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

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

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IM con anuencia de la Junta Departamental por 21 votos en 25, e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar.

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



Y aunque las transferencias desde el gobierno central, para el caso de esta intendencia son diferentes en proporción y relevancia a las de las intendencias del interior, tampoco a nivel nacional se pueden prever conductas presupuestales sin atención al equilibrio interno<sup>11</sup>.

Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento derivados de descuido de los equilibrios necesarios, menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación del SUCIVE se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Asimismo, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias, aún en hipótesis extremas, no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intendencias. Cabe agregar que el país contaba al 15/10/21, con un índice UBI<sup>12</sup> de 107, se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública.

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

<sup>11</sup>. CARE dispone de estimaciones de correlaciones de media a altas entre evolución del PBI y la recaudación municipal en periodos largos, que no alteran las conclusiones del análisis.

<sup>12</sup>. El UBI - Uruguay Bond Index. Fue desarrollado en el marco del trabajo Spread Soberano: evidencia empírica del caso uruguayo (Diciembre 2001) [1] donde se investigaron los determinantes del riesgo país de Uruguay.

## CUADRO10 VARIABLES MACRO ECONOMICAS-FINANC. SET 2021

<b>A Mundo (var. % c/ período previo)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>		
PIB mundial (vol. físico)	-3,2	6,0	4,4		
Estados Unidos	-3,5	7,0	4,9		
PIB China	2,3	8,1	5,7		
PIB Brasil	-4,1	5,3	1,9		
PIB Argentina	-10,4	4,5	2,7		
Tasa interés Libor depósitos USD 6M	0,7	0,3	0,4		
Precios Commodities Alimenticios	6,7	16,1	-1,9		
<b>B Uruguay</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota)	-5,9	4,3	2,5	4,2	3,9
PiB (Mills USD)	49,2	51,7	53,0	53,3	57,6
Exportaciones Bienes FOB (var % en USD)	-8,8	12,3	5,7	5	6
Importaciones bienes (CIF (var % en USD) sin Petroleo)	-3,9	5	2,8	4,2	4
Cuenta Corriente (en %/PIB)	0,3	0,3	0,3	3,2	4,8
Deuda Neta (% PIB)	56,6	61,7	64	63,8	63,9
IPC ( Cierre del año, var % con previo)	9,4	7,7	6,1	5,1	4
T.C (\$/USD)	42,5	45,3	48,1	50,6	52,6
Var % TC (Supuesto de trabajo)	20,6	6,5	6,3	5,2	4,0
Poblac. Ocupada (Mills personas)	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
Población ocupada, var %)	-3,4	3,2	1,5	1,9	1,8
<b>B* Resultado Global SP consolidado (sin "cincuentones")</b>	<b>-6,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,5</b>
<b>C.Encuesta de Expectativas Privadas (BCU mensual)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	
PIB (Var. Anual en vol físico)	-5,9%	2,7%	3,2%	2,80%	
IPC (variación prom. anual)	9,4%	7,2%	6,7%	6,00%	
Tipo de Cambio (\$ por US\$ -fin período)	42,3	44,2	46,4	49,23	
Devaluación estimada - var % c/período previo	12,80%	9,5%	4,42%	6,10%	

**Ftes.** A. Outlook FMI Julio. 2021 (Argentina BCRA) - **B. Mensaje Proyecto de Ley Presupuesto 2020-2024 en oct 2020;** B\* Fiscal: MEF en 9-2-2021 ; C.Expectativas - Consenso BCU - **Set. 2021 (El BCU informó en marzo 2021 las expectativas de crecimiento promedio anual para el quinquenio presupuestal: 2,5%). En su corrección de perspectivas conocido el 5/10/201, el FMI incremento su estimación de crecimiento (PIB) de Uruguay llevandola al 3,4% en el presente año 2021 y 3,1% en 2022.**

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé por ahora; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal, muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad (que recoge lo sucedido en la recesión de 2001 y 2002); una merma de igual magnitud en la cobranza del SUCIVE; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación A-uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.<sup>13</sup>*

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>13</sup> . **CATEGORÍA A-uy.** Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. El signo (-) indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión con observaciones.**