

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO
GRINOR CIUDAD DE LA COSTA II”**

Montevideo, setiembre de 2017

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
12	II LOS TITULOS DE DEUDA
14	III LA ADMINISTRACION
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
25	V EL ENTORNO
27	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa II”
27-setiembre-2017**

Plazo del Fideicomiso:	hasta cancelar la totalidad de la emisión, es decir, 18 años luego del plazo de gracia, por lo que se prevé para el segundo día hábil de mayo de 2036
Emisión:	Títulos de deuda escriturales de oferta pública por un monto de hasta UI 190.000.000
Activos Fideicomitados:	Derechos de crédito transferidos por GRINOR derivados de la cesión de créditos futuros de la IC por el equivalente en UI de \$ 600 millones.
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management AFISA
Fideicomitente:	GRINOR S.A.
Asesor Legal:	Ferrere Abogados
Asesor Financiero:	CPA Ferrere
Amortización de Capital:	18 cuotas anuales en UI a partir del vencimiento del período de gracia (segundo día hábil de mayo de 2019)
Pago de intereses:	junto con el capital en 18 cuotas anuales en UI, iguales y consecutivas a partir de la finalización del período de gracia.
Tasa:	a fijar al momento de la suscripción según mercado. Se fijó, hasta el momento, en 6,95 % efectivo anual.
Plazo de gracia:	Desde la integración hasta la 1er. fecha de pago establecida para el segundo día hábil de mayo de 2019 período en que no se pagarán ni capital ni intereses los que se capitalizarán.
Fecha de suscripción:	22 y 23/12/16.
Asesor jurídico calificación:	Dr. Leandro Rama
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	EF Asset Management AFISA
Administración y pago:	EF Asset Management
Calificación:	BBB+ uy
Vigencia de la calificación:	hasta abril de 2018 ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.

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

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo, ha actualizado la calificación de los títulos de deuda a ser emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa II" manteniendo la categoría BBB+ (uy) de grado inversor.

Más allá de los análisis que a continuación se presentan, influye en esta calificación el desempeño favorable alcanzado por una operación anterior análoga a ésta, también calificada por CARE, hoy con nota de grado inversor A uy.

El objeto de esta emisión consistió esencialmente en la generación de recursos con la finalidad de obtener financiamiento para continuar con la ejecución de diversas obras en la Ciudad de la Costa.

A tales efectos la IC celebró un Contrato de Cesión de Créditos provenientes de la cobranza futura descentralizada de tributos departamentales a favor de GRINOR S.A. que a su vez los cedió al "Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa II" creado a tal fin.

En su calidad de Fideicomitente, GRINOR S.A. firmó un nuevo Contrato de Fideicomiso Financiero con EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante EFAM o el Fiduciario). Mediante el mismo, GRINOR S.A. se comprometió a transferir al FF un flujo de fondos futuro por hasta el equivalente en UI de \$ 600.000.000 proveniente de la cesión de que fuera objeto por parte de la IC de sus ingresos por tributos municipales; con el respaldo del patrimonio fideicomitado, la Fiduciaria viene realizando emisiones de títulos de deuda de oferta pública en los términos y condiciones establecidos en el contrato hasta un máximo de UI 190.000.000. Asimismo, emitió Certificados de Participación (C.P.) por UI 10.000 de oferta privada y que no se califican.

El plazo para su cancelación es de 18 años a partir del primer pago fijado para el segundo día hábil del mes de mayo de 2019, es decir, se cancelan en mayo de 2036. El interés a pagar a los tenedores de los títulos será determinado por el Fiduciario previo a la suscripción. En ocasión del informe original se tomó como referencia una tasa de 6,75 % efectiva anual en UI pagaderos anualmente a partir de mayo de 2019. Una vez producidas las primeras emisiones, se fijó en 6,95 % lo que en los flujos no incide en forma relevante.

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 en ocasión de la calificación original.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente.
- La emisión de los títulos contra obra ejecutada.

- 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:

- Actualmente la IC tiene cedida toda la cobranza descentralizada y todos los tributos vehiculares a sendos fideicomisos administrados por RAFISA por lo que, respetando el orden de prelación, el fiduciario retiene lo necesario para cumplir con las obligaciones de los mismos antes de volcar el remanente a la IC.
- No configura un escenario probable una caída de la recaudación descentralizada que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas, tal como se comprueba en el análisis de suficiencia realizado por CARE.
- Las obligaciones emergentes de este y otros fideicomisos que se encuentran operativos, afectan aproximadamente el 12,5 % de los ingresos totales de la IC y 28 % de la cobranza descentralizada en el año de mayor cesión. En ningún caso se compromete la cobertura del Rubro 0.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Este instrumento de financiación contó con el apoyo requerido por parte de la Junta Departamental por lo que 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.
- Por otra parte, opera como antecedente favorable, en el sentido expresado en el párrafo anterior, la culminación de las obras en el "Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa I" del que este es su continuidad, incluso un año antes de lo previsto.

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 EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante EFAM o el Fiduciario) por un monto total de hasta UI 190.000.000 (ciento noventa millones de Unidades Indexadas). Esta cifra surge del prospecto informativo presentado al BCU y representa el monto máximo estimado para financiar una serie de obras en la Ciudad de la Costa según ampliación del Plan de Obras adjudicado por la IC en Licitación Pública Internacional No. 101/14. Los títulos se emitirán con el respaldo de los componentes del presente Fideicomiso Financiero contra presentación de certificados de obra aprobados por la IC.

Los Activos del Fideicomiso son: los derechos de crédito transferidos por GRINOR al patrimonio del Fideicomiso, derivados de la cesión de créditos futuros de la Intendencia de Canelones bajo el Contrato de Arrendamiento de Obra y el Contrato de Cesión de Créditos, por las Unidades Indexadas equivalentes a la suma de \$ 600.000.000 (Pesos Uruguayos seiscientos millones) correspondientes al total de los importes financiados de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada presentado por GRINOR y aceptado por la Intendencia en los términos previstos en el Contrato de Arrendamiento de Obra, convertidos a Unidades Indexadas a la cotización vigente a la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada, más los intereses a la tasa estimada, para el cálculo de este informe, del 6,75% efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada. La tasa de financiación de los certificados será la misma que se fije como remuneración de los títulos a emitirse.

Hecha la simulación del escenario más probable en que se ejecutaría la obra mediante la fórmula de financiamiento establecida en el contrato respectivo, arrojó como resultado que la IC deberá ceder tributos por hasta UI 321.284.341 en 18 cuotas anuales de UI 17.849.130 entre abril de 2019 y abril de 2036. Para este cálculo, como se ha referido, se usó una tasa de 6,75%; el monto alcanzado incluye 1,7% para cubrir costos del fideicomiso. Cabe mencionar que en la Resolución de la Junta Departamental de Canelones del 29/3/16 dicha tasa no podrá superar en ningún caso el tope de 7.5% y que, en la resolución de la intendencia en la que se dispone la ampliación de las obras y su financiamiento, se establece que dicha tasa no superará el 6.96%. (Resolución No. 16/05335). En definitiva, la tasa utilizada hasta el momento fue de 6,95% que, aunque ligeramente mayor a la utilizada en los cálculos originales, se encuadra dentro de lo aprobado y su incidencia en los flujos no es relevante. Por otra parte, los montos definitivos se fijarán una vez hayan culminado la totalidad de las emisiones e integraciones, momento en que se sabrá con certeza tasas y plazos a aplicar.

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

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.²

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde³.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores emitidos por EFAM al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizarán en un plazo de 18 años con un período de gracia que comienza con la emisión y vence el segundo día hábil del mes de mayo de 2019 (aproximadamente dos años), fecha del primer pago, siendo la fecha del último pago el segundo día hábil del mes de mayo del año 2036. Las amortizaciones se harán en 18 cuotas anuales iguales y consecutivas una vez finalizado el período de gracia y comprenderán amortización de capital e intereses. Durante el período de gracia no se amortizará el capital ni se pagarán los intereses, los que se capitalizarán.

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

2. Antecedentes

En marzo de 2014 la Intendencia de Canelones realizó la Licitación Pública Internacional N° 101/14 de la cual fue adjudicatario GRINOR S.A. mediante Resolución Administrativa N° 14/06406 de 25/9/2014, y para la cual se firmó con fecha 3 de octubre de 2014 el Contrato de Arrendamiento de Obra correspondiente a dicha licitación.

En la Licitación se previó que el pago del precio del Contrato de Arrendamiento de Obra se realizará mediante: a) pagos en efectivo (Pago Contado por Avance de Obra) y b) cesión de créditos de cobranza descentralizada (Pago Financiado); ambos de acuerdo al avance de obra que se certifique. Dichos avances se certificarían a través de Certificados Mensuales de Obra Ejecutada elaborados por GRINOR y aprobados por la IC. En cada pago correspondiente a cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada, la Intendencia podría optar por aplicar el Pago Financiado o el Pago Contado por Avance de Obra por los montos que entienda conveniente en cada oportunidad. En los hechos todo el contrato se ejecutó según la modalidad de pago financiado.

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

³ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

El financiamiento se realizó a través de un vehículo financiero, un fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa I” (el “Primer Fideicomiso”). En ese sentido, primeramente, la Intendencia cedió a Grinor derechos de crédito de Cobranza Descentralizada los cuales se irían generando contra avances de obras certificadas por la Intendencia, a través de Certificados Mensuales de Obra Ejecutada. Luego, Grinor cedió dichos créditos al Fideicomiso I a los efectos de cumplir con el mencionado financiamiento.

El denominado “Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa I” se constituyó mediante contrato firmado el 23/10/14 entre Grinor (Fideicomitente) y EFAM (Fiduciaria) y fue calificado por CARE, al igual que las sucesivas actualizaciones en los meses de abril y noviembre de cada año desde esa fecha. Desde el comienzo recibió calificación de grado inversor y su desempeño hasta el presente ha sido inobjetable, habiendo concluido las obras previstas en el mes de abril de 2016, casi un año antes de lo previsto. De hecho, esa circunstancia es lo que motiva esta segunda operación. La oferta por suscripción de valores fue por UI 240 millones y su calificación hoy alcanza el grado inversor con nota de A.

En esta oportunidad la modalidad es exactamente la misma. En primer lugar la IC procedió a ampliar el Contrato de Arrendamiento de Obra según términos del Artículo 74 del TOCAF. Dicho artículo prevé una ampliación de hasta 100 % del contrato originalmente adjudicado según los mismos términos. En este caso la ampliación se estima en 58 %.

Esto es posible ya que actualmente, la IC percibe la cobranza descentralizada a través de Fideicomiso Financiero de Tributos Departamentales para la Construcción de Pavimento y Drenajes Pluviales en la Ciudad de la Costa cuyo fiduciario es República Administradora de Fondos de Inversión S.A (“República AFISA”). República AFISA abrió una cuenta (la “Cuenta”) en el Banco de la República Oriental del Uruguay (“BROU”) y le ha encargado la gestión de la misma, instruyéndole los débitos a efectuar conforme las cesiones y afectaciones efectuadas por la Intendencia de su Cobranza Descentralizada así como la transferencia del remanente. En la Cuenta corresponde que se acredite la Cobranza Descentralizada proveniente de Nummi S.A, Administración Nacional de Correo, Abitab S.A. y el Fideicomiso SUCIVE (los “Agentes de Recaudación”).

En consecuencia, la IC firmó con Grinor SA la Ampliación de Contrato de Arrendamiento en los mismos términos que el anterior por un monto aproximado del 58 % lo que representa unos \$ 600 millones. En este caso el pago será, en todos los casos, financiado según fórmula preestablecida.

Como forma de garantizar dichos pagos, la IC suscribió con Grinor SA un Contrato de Cesión de Créditos (de la cobranza descentralizada) en UI por el equivalente a \$ 600 millones; este monto incluye el 1,7% del importe de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada por concepto de gastos de la estructuración. Los montos en pesos serán convertidos a UI a la cotización vigente a la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada, más los intereses a la tasa en UI en que se emitan por oferta pública los Títulos de Deuda del Fideicomiso a partir de la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada (los “Créditos Cedidos”), pagadero de acuerdo a los términos establecidos en el mismo contrato.

En paralelo, Grinor constituyó con EFAM, un fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa II" (el "Fideicomiso") con los créditos cedidos en el citado Contrato de Cesión a los efectos de obtener financiación para desarrollar las obras objeto de la ampliación del Contrato de Arrendamiento de Obra. La emisión, se estima, será por UI 190 millones que se amortizarán en 18 cuotas iguales y consecutivas a partir de mayo de 2019 con un interés que se fijará al momento de la suscripción pero, se estima, no será mayor al 6,95 %, el mismo que regirá para el financiamiento de los certificados mensuales de obra. La integración se hará simultáneamente con la emisión al momento de la presentación de cada certificado mensual de avance de obra (Ver Prospecto).

La cesión de créditos de la cobranza descentralizada tendrá la prelación existente a la fecha de la firma del Contrato por el que se constituye este fideicomiso, frente a otras cesiones de tributos existentes o que pudieran existir en el futuro. A tales efectos las partes acuerdan notificar a los Agentes de Recaudación de la cesión de créditos.

2.1 Otros compromisos de la IC

La IC ha realizado varias operaciones financieras por las cuales ha cedido parte de la cobranza futura de sus tributos por lo que parece pertinente llevar una relación de todas ellas. El orden de prelación lo determina el orden cronológico en que fueron implementadas y así se presenta, de izquierda a derecha, en el Cuadro 1. 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. En la sección correspondiente se analiza la incidencia de todas ellas en las finanzas de IC.

Cuadro 1. Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI)

año	Costaplan	IMM	Canelon I	Canelon II	Grinor I	Grinor II	UTE	Canelon III	Totales
2017	18.000	13.200	33.900	51.000	20.977		10.217	2.000	149.294
2018	18.000	13.200	33.900	51.000	20.977		10.217	3.000	150.294
2019	18.000	13.200	33.720	50.000	20.977	17.849	10.217	43.800	207.763
2020	18.000	13.200	33.720	47.500	20.977	17.849	10.217	64.200	225.663
2021	18.000		33.720	47.500	20.977	17.849	10.217	64.200	212.463
2022	15.600		33.720	46.000	20.977	17.849	10.217	64.200	208.563
2023	15.600		33.720	44.000	20.977	17.849	10.217	64.200	206.563
2024	15.600		33.720	42.000	20.977	17.849	10.217	64.200	204.563
2025	15.600		32.520	40.500	20.977	17.849	10.217	64.200	201.863
2026	15.600		29.810	40.500	20.977	17.849	10.217	64.200	199.153
2027	15.600			38.500	20.977	17.849	10.217	64.200	167.343
2028	15.600			37.000	20.977	17.849	10.217	64.200	165.843
2029	15.600			36.500	20.977	17.849	10.217	64.200	165.343
2030	15.600			33.500	20.977	17.849	10.217	64.200	162.343
2031	15.600			31.500	20.977	17.849	10.217	64.200	160.343
2032	15.600			22.500	20.977	17.849	10.217	64.200	151.343
2033	11.700			7.000	20.977	17.849	10.217	64.200	131.943
2034					20.977	17.849	10.217	64.200	113.243
2035					20.977	17.849		64.200	103.026
2036					20.977	17.849		64.200	103.026
								21.400	21.400
Totales	273.300	52.800	332.450	666.500	419.540	321.282	183.906	1.161.600	3.411.378

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” por el cual la IC cede también (en garantía), parte de su cobranza descentralizada. Se incluye en este cuadro pese a que dicha cesión es en carácter de garantía subsidiaria de una forma de pago que CARE, como calificador de ese fideicomiso, juzgó suficiente; lo que hasta el presente se ha verificado en los hechos. La cuota anual comprometida por la IC en ese fideicomiso asciende a la cantidad de miles de UI 10.217 que, se reitera, tiene su propia fuente de financiamiento y que, en principio no afecta sus tributos.

3. 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, plazo, gracia, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada en esta actualización incluye los siguientes documentos:

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE del “Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Canelones I” Series 1 y 2; del “Fideicomiso Financiero de Obras Viales e Infraestructura del Departamento de Canelones”; del “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público” y del “Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa I” así como la calificación original de este mismo Fideicomiso.

- Información de otras cesiones de tributos por parte de la IC y su orden de prelación, actualizada.
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/06/17
- EE.CC intermedios del fideicomiso al 30/06/17
- Consultas con personal gerencial de GRINOR

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

4. Hechos salientes del período.

- Como ya se había informado, entre el 22 y 23 de diciembre de 2016 se suscribieron la totalidad de los títulos ofertados por el monto previsto equivalente a UI 190 millones.
- Se han venido realizando las emisiones de los títulos de deuda acompañando el avance de las obras. Al 29 de agosto de 2017 las emisiones totalizan casi UI 162 millones, es decir, un 85 % del total suscripto. La tasa en todas ellas ha sido de 6,95 % efectivo anual.
- Debido al mal clima registrado las obras se vienen ejecutando con cierto retraso

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda que están siendo emitidos por el Fiduciario y 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 la recaudación correspondiente y necesaria de tributos municipales provenientes de la cobranza descentralizada. También se emitieron Certificados de Participación escriturales, en régimen de oferta privada, por UI 10.000 que no se califican.

1. Descripción General

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

Títulos :	Títulos representativos de deuda escriturales
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
Monto de la Emisión:	Hasta UI 190.000.000; la suscripción se produjo entre el 22 y el 23 de diciembre de 2016.
Interés:	A determinar por el Fiduciario, previo a la suscripción según tasas de mercado; hasta el momento se ha aplicado una tasa de 6,95 % efectivo anual
Plazo:	Hasta la liquidación del Fideicomiso o 30 años
Plazo de gracia:	Hasta la fecha del primer pago fijado para el segundo día hábil del mes de mayo de 2019.
Pago de intereses:	Junto con la amortización de capital en 18 cuotas anuales, iguales y consecutivas a partir de mayo de 2019 y hasta mayo de 2036, en ambos casos, el segundo día hábil del mes.
Amortización del capital:	Idem pago de intereses
Garantía:	Los bienes fideicomitidos
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).
Fiduciaria y Registrante:	EF Asset Management
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy)

2. Análisis Jurídico

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

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó el informe de calificación original como Anexo 1.

Del mismo se transcribe la conclusión final:

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

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. Avala esta conclusión, además, una operación anterior análoga a ésta sin que se registrara conflicto alguno en su estructura jurídica. *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 constructora, adjudicataria de la licitación pública para la construcción de las obras y fideicomitente de los tributos que le fueran cedidos por la IC. Si bien la gestión de GRINOR 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 EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

La evaluación incluye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión.

Administración

El Directorio está integrado de la siguiente manera:

Presidente	Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Nelson Mendiburu

En la administración actúa el Sr. Nelson Mendiburu como responsable del resguardo de la información y documentación y como responsable de la atención de reclamos. La administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA Ferrere,

En la sindicatura actúan: El Sr. Buno Gili como síndico y el Sr. Gonzalo Icasuriago como suplente.

Son accionistas de la firma, en partes iguales, la Sra. Sandra González Vila y el Sr. Diego Rodríguez Castagno

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2017, sigue mostrando una sólida situación de la firma en su solvencia. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a junio de 2017 sigue siendo positivo. El ratio de liquidez se mantiene ligeramente por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

Cuadro 2: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/06/17	31/12/16	31/12/15
Activo Corriente	11.164	12.515	8.892
Activo no Corriente	81.418	79.870	51.122
Total Activo	92.583	92.385	60.013
Pasivo Corriente	12.076	12.998	5.161
Pasivo no Corriente	54.674	55.330	32.069
Total Pasivo	66.750	68.328	37.230
Patrimonio	25.833	24.056	22.784
Total Pasivo y Patrimonio	92.583	92.385	60.013
Razon Corriente	0,92	0,96	1,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados finales de la firma para el primer semestre de 2017, si bien positivos, disminuyen respecto al mismo período del año anterior explicado fundamentalmente por los resultados financieros ya que los resultados operativos muestran un incremento del orden del 10 % en moneda corriente.

Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/17	30/6/16	31/12/16
Ingresos Operativos	19.295	14.378	31.697
Gastos Adm. y Vtas.	(15.799)	(11.191)	(26.921)
Resultado Operativo	3.496	3.187	4.776
Resultados Financieros	(1.027)	378	(1.852)
Resultados antes de impuestos	2.469	3.565	2.924
IRAE	(693)	(903)	(1.132)
Resultado del período	1.776	2.661	1.792
Res Operativos/Ingresos	18,12%	22,17%	15,07%
Res Ejercicio/Ingresos	9,20%	18,51%	5,65%

Fuente: EE.CC de EFAM

Administra una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; a junio de 2017 contaba con unos 38 de distinto tipo en administración, por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

b) La Empresa Constructora⁴

La empresa constructora, es GRINOR S.A, adjudicataria de la Licitación Pública Internacional No. 101/14 mediante Resolución Administrativa N° 14/06406 de 25/9/2014 y posterior ampliación. Por el diseño de esta operación es quien recibe la cesión de la cobranza descentralizada futura de tributos departamentales los que, a su vez, son cedidos a este fideicomiso. Para ello, GRINOR S.A firmó con la Fiduciaria el Contrato de Fideicomiso y con la IC Contrato de Arrendamiento de Obra y Contrato de Cesión de Créditos. Ambos, forman parte del Prospecto. El procedimiento es totalmente análogo a una operación anterior.

GRINOR S.A es una sociedad anónima por acciones al portador que reviste el carácter de cerrada, habiendo iniciado sus actividades el 15 de julio de 1993, aunque su operativa comercial data de noviembre de ese año.

Su actividad principal es la de empresa constructora, habiéndose desempeñado hasta el presente fundamentalmente en trabajos de construcción y vialidad para organismos del Estado.

Antecedentes técnicos

Desde su fundación, GRINOR S.A ha desarrollado una actividad permanente en diversas áreas de la industria de la construcción; vialidad urbana y suburbana, redes de saneamiento y agua potable, montaje de líneas de distribución de energía eléctrica, redes de iluminación, construcción de conjuntos de viviendas e infraestructuras asociadas, remodelación de espacios públicos, obras de amueblamiento urbano, entre otras.

Por otra parte, dado el diseño de esta operación, no existe el riesgo constructivo ya que la emisión de títulos se hace contra certificados de obra ejecutados y aprobados por la IC por los cuales el fideicomitente cede tributos que no son afectados ante la eventualidad que en el futuro la empresa interrumpa el contrato quedando obras por realizar.

Además, al igual que en la operación anterior, rige la exigencia de constituir un Fondo de Reserva para hacer frente a gastos, costos y tributos que graven el Fideicomiso ante la eventualidad señalada en el párrafo anterior.

El Fondo de Reserva se constituirá mediante la deducción de los montos recibidos por la emisión de los Títulos de Deuda, de la suma de UI 2.000.000 (Unidades Indexadas dos millones), y la constitución por parte del Fideicomitente de una garantía bancaria a primer requerimiento a favor del Fideicomiso por hasta la suma de UI 13.700.000 (Unidades Indexadas trece millones setecientos mil) y por un plazo que venza 10 días hábiles siguientes a la primer Fecha de Pago, a efectos de garantizar los mencionados gastos, costos y tributos que graven el Fideicomiso.

⁴. A corto plazo cuando culminen las obras el papel de Grinor dejará de tener vínculo con el fideicomiso

Finalmente, cabe reiterar el buen desempeño mostrado por la empresa en el fideicomiso anterior, análogo a este, habiendo ejecutado satisfactoriamente las obras encomendadas antes del tiempo previsto originalmente.

Situación económica y financiera

La firma cerraba balance los 30 de junio pero a partir de 2014 cambia la fecha de cierre pasando a ser los 31 de diciembre. En consecuencia, se hace la salvedad que en esta oportunidad se da cuenta de los dos últimos ejercicios cerrados (únicos cerrados al 31/12) y no los tres últimos como es habitual.

Es lo que se recoge en los cuadros siguientes.

Cuadro 4: Grinor, Estado de Situación comparativo		
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15
Activo total	507.852	439.817
Activo Corriente	255.103	293.546
Activo no Corriente	252.749	146.271
Pasivo total	287.489	228.798
Pasivo Corriente	234.440	198.301
Pasivo no Corriente	53.049	30.497
Patrimonio	220.364	211.019
Razón Corriente	1,09	1,48
Endeudamiento	57%	52%

Fuente: EE.CC de Grinor S.A

Se puede comprobar que el patrimonio sigue evolucionando positivamente; que el índice de liquidez, medido como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) es positivo y el nivel de endeudamiento se mantiene relativamente estable.

En el cuadro siguiente se muestra el Estado de Resultados comparativo para los mismos dos ejercicios.

Cuadro 5: Grinor, Estado de Resultados comparativo		
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15
Ingresos Operativos netos	834.371	754.916
Costo de Bienes y Servicios	(692.557)	(639.327)
Resultado Bruto	141.814	115.589
Gastos de Adm y Ventas	(56.754)	(42.452)
Resultado Operativo	85.060	73.137
Resultados Diversos	502	(245)
Resultados Financieros	55.127	31.096
Resultados antes de IRAE	140.689	103.988
IRAE	(24.690)	(9.795)
Resultado del Ejercicio	115.999	94.194
Res Operativo/Ingresos	10,19%	9,69%
Resultado/Ingresos	13,90%	12,48%

Fuente: CARE en base EE.CC de Grinor S.A

Las cifras sugieren un incremento de actividad importante y un resultado final que supera al del ejercicio anterior en más de 23 % medido en pesos corrientes.

En definitiva, GRINOR S.A sigue mostrando una sólida posición económica y financiera.

c) El Fideicomiso

El 16 de setiembre de 2016 se celebró el contrato de fideicomiso dando comienzo formal al mismo.

La suscripción de valores se realizó entre el 22 y 23 de diciembre de 2016 y alcanzó la suma ofertada de UI 190 millones.

Hasta el 29 de agosto de 2017 inclusive, se han realizado 15 emisiones por un valor total aproximado a UI 162 millones fijándose una tasa de 6,95 % efectivo anual en todas ellas, lo que está dentro del rango admitido para esta operación. Se estableció que las integraciones serán mensuales los días 25 de cada mes hasta cancelar la emisión o hasta la fecha del primer pago, fijado para el segundo día hábil del mes de mayo de 2019.

A continuación se muestra en el siguiente cuadro el estado de situación del fideicomiso al 30/6/17.

Cuadro 6 Estado de Situación del FF		
(miles de \$)	30/6/17	31/12/16
Activo	605.911	406.837
Activo Corriente	7.746	9.223
Activo no Corriente	598.165	397.614
Pasivo	600.753	404.705
Pasivo Corriente	20.784	933
Pasivo no Corriente	579.969	403.772
Patrimonio	5.158	2.132
Pasivo y Patrimonio	605.911	406.837
Razón Corriente	0,37	9,89

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

El saldo del pasivo corriente según cuadro precedente se explica casi en su totalidad por deudas mantenidas con el fideicomitente por concepto de certificados de avance de obras pendientes de pago. Con posterioridad a la fecha de cierre se registraron emisiones por aproximadamente UI 12 millones. Se entiende, en consecuencia, que el bajo nivel de la razón corriente no representa un problema para el fideicomiso.

Al 30/6/17, los flujos de fondos proyectados según las emisiones realizadas hasta el 25/7/17 arroja una cuota anual de UI 17.307.495 a percibir por concepto de créditos fideicomitados, mientras que la cuota a pagar por los títulos de deuda en concepto de amortización e intereses arroja una cuota anual de UI 16.833.221 por lo que se produciría un excedente anual de UI 474.274. Esto ocurriría a partir del 3/5/19 y por los siguientes 18 años.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa fiduciaria está autorizada desde el año 2004 por el Banco Central de Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. *Este riesgo se considera casi nulo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, así como los antecedentes este riesgo se considera casi inexistente tanto por la fiduciaria como la empresa constructora. Como ya se ha mencionado, si bien la gestión de GRINOR 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. Además, como se ha mencionado, los títulos se emitirán contra certificados de obra realizada y aprobados por la IC. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo Constructivo. Es el riesgo del no pago de los títulos por el incumplimiento en la realización de la obra comprometida. 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, por lo que, ante la hipótesis de incumplimiento, la consecuencia es que no hay emisión y no se afecta el repago de los títulos emitidos con anterioridad. Para el caso de una interrupción inesperada de las obras, la operativa prevé un sistema de Fondo de Reserva que cubriría los costos del fideicomiso; por otra parte, las obras están próximas a culminar. *Riesgo casi nulo.*

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 cedida por la IC a GRINOR y que éste cedió al fideicomiso. Como queda referido EFAM recibe, de acuerdo a la prelación correspondiente, la cesión del flujo futuro de la llamada cobranza descentralizada que la IC cediera a GRINOR de acuerdo a los contratos respectivos. Con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda que se emitirán alcanzarán un total de hasta UI 190.000.000 (ciento noventa millones de Unidades Indexadas) y se estableció un cronograma de integración pari pasu con los Certificados Mensuales de Obra Ejecutada presentados por GRINOR y aprobados por la IC. A la fecha de esta actualización ya se han emitido títulos por un valor aproximado a los UI 108 millones.

Todas las integraciones de los Títulos de Deuda serán realizadas en forma diferida, de acuerdo al procedimiento que se detalla en el Contrato de Fideicomiso y que se describe resumidamente a continuación: las integraciones serán realizadas mensualmente los días 25 de cada mes (o el día hábil siguiente), hasta que se complete el Importe de la emisión o se llegue a la primer fecha de pago (lo que ocurra primero), por los montos que correspondan a los Certificados Mensuales de Obra Ejecutada aprobados por la Intendencia a la fecha que se solicite la integración. Estos montos se convertirán a UI e incluirán el 1.7 % por concepto de gastos de estructura así como el interés de financiación a la tasa que se fije al momento de la suscripción. El Fiduciario será el encargado de controlar que los Certificados Mensuales de Obra Ejecutada se encuentren debidamente aprobados por la Intendencia.

En la suscripción inicial de la emisión se determinará el monto y porcentaje de participación de cada Titular, así como la tasa de interés. Esto determinará la participación de cada Titular en cada una de las integraciones, las cuales serán a prorrata de la suscripción inicial del monto total de la Emisión.

El flujo que compone el activo subyacente del fideicomiso financiero fue aprobado por la Intendencia Municipal de Canelones en el acto de adjudicación de la Licitación Pública citada y que preveía en sus pliegos esta modalidad de financiamiento para parte de Plan de Obras a ejecutar, en consecuencia, al ampliar dicho contrato en los términos del Art. 74 del TOCAF, rigen para esta operación, las mismas condiciones que entonces.

Dado el diseño del flujo, fue necesario simular un escenario de ejecución de obras a efectos de determinar el monto total que habrá de ceder la IC a GRINOR como garantía de pago y que GRINOR a su vez cede a este fideicomiso. Esa simulación, realizada por la empresa constructora con el asesoramiento de la fiduciaria y con la anuencia de la IC expresada en los contratos que firmara con la empresa adjudicataria de la licitación, determina no solo el monto de tributos a ceder por parte de la IC sino que determina el monto de la emisión de títulos y su cronograma de integración.

Las principales características de dicha simulación que CARE consideró razonables al momento de la calificación original fueron las siguientes:

- Las emisiones e integraciones se harían entre octubre de 2016 a abril de 2019 en base a la presentación de certificados mensuales de obra ejecutada presentados por GRINOR y aprobados por la IC (de hecho, dichas obras ya comenzaron ya que suponen una continuidad del contrato anterior).
- Simultáneamente se realizan los pagos a GRINOR por dichos certificados de obra ejecutada. En la práctica, la primera emisión se produciría en el mes de octubre y abarcará unos tres a cuatro meses de obras.
- Las cesiones estimadas a cargo de la IC fueron 18 cuotas de UI 17.849.130 cada una a partir de abril de 2019; total UI 321.284.341. Esto es el producto de la estimación de la forma de pago acordada en la adjudicación de la licitación.
- Así como las cesiones de tributos el fideicomiso los recibe en el mes de abril de cada año a partir del año 2019, las amortizaciones e intereses de los títulos, el fideicomiso los paga en cada mes de mayo.
- Este cálculo se hizo sobre la base de una tasa de interés de 6,75 % anual, la misma que registró para la remuneración de los títulos.
- En los hechos, las emisiones comenzaron en el mes de diciembre y la tasa utilizada hasta la fecha fue del 6,95 % lo que no cambia significativamente los cálculos referidos por lo que siguen siendo válidas las conclusiones que acá se exponen.

Relación de los compromisos asumidos por la IC y su presupuesto

A continuación se presenta una relación entre los ingresos totales estimados por la IC así como de la cobranza descentralizada para el período de repago de estos y otros títulos del 2017 en adelante. Se establece la relación entre las retenciones totales (incluida esta) con la totalidad de ingresos esperada y con la totalidad de cobranza descentralizada esperada, todo expresado en miles de UI.

Para ello, se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal actualmente vigente.

En el cuadro siguiente se exponen en forma resumida los principales rubros del presupuesto por el período 2016/2020. Los montos fueron expresados en moneda nacional a valores de 2015 que CARE convirtió a UI para facilitar este análisis.

Cuadro 7: Presupuesto en miles de UI					
Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Total Ingresos	1.607.979	1.704.806	1.719.007	1.767.421	1.810.993
Origen Departamental	1.120.937	1.204.532	1.194.849	1.222.283	1.256.818
Origen Nacional	487.041	500.274	524.158	545.138	554.175
Egresos Corrientes	1.562.147	1.600.555	1.571.184	1.560.533	1.555.692
Rubro 0	762.999	762.999	762.999	762.999	762.999
Los demás	799.148	837.556	808.185	797.534	792.693
Financiamiento de pasivos	45.832	104.251	67.134	126.198	174.612
Financiamiento de obras	-	-	80.689	80.689	80.689
Saldo	0	(0)	(0)	(0)	(0)

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

La conversión a UI la realizó CARE asumiendo como cotización promedio del año 2015 la vigente al 30 de junio de ese año.

Se puede observar que el criterio seguido fue destinar al financiamiento de pasivos (incluyendo el déficit acumulado) el superávit a obtener y, a partir de 2018, se espera financiar obras a partir de un superávit mayor. En líneas generales se mantiene una estructura presupuestal similar a la anterior, estos es, ingresos soportados mayoritariamente con recursos departamentales (70 % en promedio) y un Rubro 0 que representa el 49 % del total de los egresos corrientes.

Es de destacar, además, que la Rendición de Cuentas presentada por la IC correspondiente al año 2015 (última publicada) vuelve a arrojar resultados positivos, en este caso por \$ 112.280.634 lo que representa el 2,5 % de los ingresos totales, los resultados positivos y dictámenes favorables del propio TCR en las últimas rendiciones de cuenta presentadas constituyen un buen indicador de gestión.

En cuanto a la cobranza descentralizada, que es lo fideicomitado, la IC brinda información de su evolución histórica y que, complementada por CARE, se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: cobranza descentralizada	
año	miles de UI
2013	566.605
2014	633.362
2015	729.740
2016	812.149

Fuente: Prospecto Canelones III

Puede comprobarse que su evolución es creciente.

Interesa realizar un análisis de suficiencia no ya para este fideicomiso en particular sino teniendo en cuenta todos ellos. En el Cuadro 1 se informan año a año los compromisos financieros asumidos (o próximos a asumir); del mismo se desprende que el desembolso mayor debería hacerse en el año 2020 con miles de UI 225.663; dicha cifra representa algo menos de 28 % de la cobranza descentralizada estimada para 2016 (Cuadro 8) y 12.5 % de los ingresos totales previstos para el año 2020 (Cuadro 7).

Se concluye entonces que los fondos generados por la IC son más que suficientes para atender estas obligaciones, aunque éstas representan una porción no despreciable de dichos ingresos. Es por eso que interesa realizar un análisis más amplio que involucre la totalidad de los ingresos de la IC y en particular, en qué medida podría afectar el cumplimiento del Rubro 0.

En tal sentido, se elaboró el cuadro siguiente en que se compara la totalidad de ingresos estimados de la IC para el año 2020, con las cesiones comprometidas y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto.

Cuadro 9: análisis cobertura Rubro 0	
(miles UI)	2020
Ingresos totales de la IC	1.810.993
Cesiones totales año 2020	225.663
Excedente	1.585.330
Rubro 0 año 2020	762.999
Saldo disponible	822.331

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede ver que, si a los ingresos totales estimados para la IC en el año 2020 se le deducen las cesiones comprometidas a la totalidad de los fideicomisos, resta aún un remanente que más que duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0 y quedaría un saldo disponible superior al 45 % de los ingresos para atender otras necesidades.

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

Análisis de sensibilidad

No obstante lo anterior y dada la superposición de compromisos que en este sentido ha asumido la IC, CARE consideró necesario analizar la eventualidad de una caída en los ingresos municipales producto de una eventual crisis que, en el corto plazo, no se visualiza.

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

Si bien ningún analista pronostica una caída importante en el PBI, al menos en el corto plazo, a modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos del 5% real durante dos años consecutivos, el 2019 y el 2020. La elección de este periodo se basa en que la información disponible en CARE indica que luego de la crisis del 2001/2002, la recaudación se recuperó en dos años. El resultado se expresa en el cuadro siguiente.

Cuadro 10: Sensibilidad con ingresos abatidos 5 %

miles de UI	T. ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2017	1.704.806	149.294	762.999	792.513
2018	1.719.007	150.294	762.999	805.714
2019	1.679.050	207.763	762.999	708.288
2020	1.720.443	225.663	762.999	731.781

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Se puede comprobar que aún en el caso en que ocurriera una caída en los ingresos del 5 % durante dos ejercicios consecutivos (2019 y 2020), los recursos obtenidos, deducidas las cesiones comprometidas, serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y aún generar un remanente que, en el peor de los casos, es superior al 42 % de los ingresos.

Estresando aún más los flujos, en el cuadro siguiente se simula, hipotéticamente, la reiteración de la situación del año 2002 abatiendo los ingresos del 2020 en 14 %.

Cuadro 11: Sensibilidad con ingresos abatidos 14 %

miles de UI	T. ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2020	1.557.722	225.663	762.999	569.060

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Puede comprobarse que el análisis de suficiencia sigue siendo positivo.

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 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 18 años según la inflación. *Riesgo casi nulo.*

V. EL ENTORNO

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

Riesgos considerados

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

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

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

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC 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.

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

⁵ CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución de los diferentes fideicomisos la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a estos, los que pagan sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe bajo el título Análisis de Sensibilidad comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico.

CUADRO 12 Proyecciones y expectativas

A Mundo (var. % c/ período previo)	2016	2017	2018	2019
PIB mundial (vol. físico)	3,1	3,5	3,6	3,8
PIB países desarrollados	1,7	2,0	2,0	1,9
PIB Brasil	-3,6	0,3	2,8	2,0
PIB Argentina	-2,3	2,5	2,4	2,8
Tasa depósitos en U\$S USA 6M %	1,4	1,3	2,8	3,3
B Uruguay				
PIB (var. % c/ período previo) Vol. físico	1,5	1,0	2,0	3,0
PIB en en Miles Mills \$	1.581	1.815	2.013	2.239
Exportaciones- Vol. Físico var.% c p. prev.-8,1		2	4,5	6,2
IPC (var. % c/ período previo)	8,1	8,4	7,3	6,7
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	-3,2	-0,4	8,4	6,4
IMS (var real anual)	1,6	2,7	1,5	1,9
Ocupación Var.% con período previo	-0,3	0,1	0,5	1,1
C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)				
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	-0,5	-0,4	0,4	0,9
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-3,9	-3,6	-2,9	-2,5
Deuda Bruta / PIB	63,0	60,4	62,9	62,8
D Expectativas Enc. Mensual BCU 8/2017		2017	2018	
PIB (Var. Anual en vol físico)		3,4%	3,2%	
IPC (variación prom. anual)		6,0%	6,9%	
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)		29,4	31,8	
Devaluac año calendario		0,4%	8,1%	
Resultado Global S. Público % PIB		-3,5%	-3,2%	

CARE en base a A: Update 1/2017 FMI para 2016 y 2017 WE Outlook- Act 13/9/17 . - B y C: . Res. Finales 2016 Exclusivamente PIB % y\$ corrientes BCU (23-3-17. , otros MEF /PE Mensaje presupuestal actualizados para las Ctas. Nacionales a inf. disponible al 5/4/2017 c/ act real TC e IPC 2016, BCU, En D.: Encuesta Expec. BCU 13-9- 2017.

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.

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

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

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 EFAM 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 inversor⁶.

p. Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁶ 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. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior. Grado de inversión mínimo.