

**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 2019*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II LOS TITULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
24	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa II”  
19- setiembre -2019**

<b>Plazo del Fideicomiso:</b>	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
<b>Emisión:</b>	Títulos de deuda escriturales de oferta pública por un monto equivalente a UI 187 millones
<b>Activos Fideicomitados:</b>	Derechos de crédito transferidos por GRINOR derivados de la cesión de créditos futuros de la IC por el equivalente en UI de \$ 600 millones.
<b>Emisor y Fiduciario:</b>	EF Asset Management AFISA
<b>Fideicomitente:</b>	GRINOR S.A.
<b>Asesor Legal:</b>	Ferrere Abogados
<b>Asesor Financiero:</b>	CPA Ferrere
<b>Amortización de Capital:</b>	18 cuotas anuales en UI a partir del vencimiento del período de gracia (segundo día hábil de mayo de 2019)
<b>Pago de intereses:</b>	junto con el capital en 18 cuotas anuales en UI, iguales y consecutivas a partir de la finalización del período de gracia.
<b>Tasa:</b>	Se fijó en 6,95 % efectivo anual.
<b>Plazo de gracia:</b>	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.
<b>Fecha de suscripción:</b>	22 y 23/12/16.
<b>Asesor jurídico calificación:</b>	Dr. Leandro Rama
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Entidad Registrante:</b>	EF Asset Management AFISA
<b>Administración y pago:</b>	EF Asset Management
<b>Calificación:</b>	A uy
<b>Vigencia:</b>	hasta 30 de abril de 2020 <sup>1</sup> .
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

## Resumen General

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

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 ha culminado las emisiones de títulos de deuda de oferta pública en los términos y condiciones establecidos en el contrato por un monto algo menor al máximo previsto 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 fue 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 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.
- Una 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.

## **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. Antes bien, dicha recaudación viene mostrando hasta la fecha un comportamiento creciente en términos reales.
- 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 26 % de la cobranza descentralizada en el año de mayor cesión. En ninguna de las hipótesis de análisis se compromete la cobertura del Rubro 0<sup>2</sup>.

## **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 comprometer 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. Así como, también culminaron las obras de esta operación.

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

## 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 emitieron 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 se estableció que 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 fijada en todas y cada una de las emisiones que ya culminaron, fue de 6,95% efectiva anual 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.

De acuerdo a lo anterior, la cuota para los créditos fideicomitados se fijó en UI 19.992.225 anuales mientras que la cuota para cancelar los títulos con los intereses correspondientes se fijó en UI 18.992.481 anuales. Se abonarán a partir de mayo de 2019 hasta mayo de 2036, es decir, 18 cuotas anuales.

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

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

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

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

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

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

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 de Obra 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 estimó, sería por UI 190 millones que se amortizarán en 18 cuotas iguales y consecutivas a partir de mayo de 2019 con un interés que se fijaría al momento de la suscripción pero, se estimó, no sería 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.” Este extremo se ha verificado. (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<sup>5</sup>

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.

<sup>5</sup>. La IC no ha informado a CARE de otras cesiones de tributos que las que acá se mencionan

<b>Cuadro 1 Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI)</b>									
<b>año</b>	<b>Costaplan</b>	<b>IMM</b>	<b>Canelon I</b>	<b>Canelon II</b>	<b>Grinor I</b>	<b>Grinor II</b>	<b>UTE</b>	<b>Canelon III</b>	<b>Totales</b>
2019	18.000	13.200	33.720	50.000	20.977	19.992	10.217	43.800	209.906
2020	18.000	13.200	33.720	47.500	20.977	19.992	10.217	64.200	227.806
2021	18.000		33.720	47.500	20.977	19.992	10.217	64.200	214.606
2022	15.600		33.720	46.000	20.977	19.992	10.217	64.200	210.706
2023	15.600		33.720	44.000	20.977	19.992	10.217	64.200	208.706
2024	15.600		33.720	42.000	20.977	19.992	10.217	64.200	206.706
2025	15.600		32.520	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	204.006
2026	15.600		29.810	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	201.296
2027	15.600			38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	169.486
2028	15.600			37.000	20.977	19.992	10.217	64.200	167.986
2029	15.600			36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	167.486
2030	15.600			33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	164.486
2031	15.600			31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	162.486
2032	15.600			22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	153.486
2033	11.700			7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	134.086
2034					20.977	19.992	10.217	64.200	115.386
2035					20.977	19.992		64.200	105.169
2036					20.977	19.992		64.200	105.169
2037								21.400	21.400
<b>Totales</b>	<b>237.300</b>	<b>26.400</b>	<b>264.650</b>	<b>564.500</b>	<b>377.586</b>	<b>359.856</b>	<b>163.472</b>	<b>1.156.600</b>	<b>3.150.364</b>

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

En agosto de 2014 se crea el "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público" 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.
- Actualización de la cobranza descentralizada de la IC al primer semestre de 2019.
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/06/19
- EE.CC intermedios del fideicomiso al 30/06/19

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

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario y adquiridos por el o los beneficiarios financieros. Los bienes fideicomitados 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:

<b>Títulos :</b>	Títulos representativos de deuda escriturales
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta UI 190.000.000; la suscripción se produjo entre el 22 y el 23 de diciembre de 2016.
<b>Interés:</b>	Se fijó en 6,95 % efectivo anual
<b>Plazo:</b>	Hasta la liquidación del Fideicomiso 30 años
<b>Plazo de gracia:</b>	Hasta la fecha del primer pago fijado para el segundo día hábil del mes de mayo de 2019.
<b>Pago de intereses:</b>	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.
<b>Amortización del capital:</b>	Idem pago de intereses
<b>Garantía:</b>	Los bienes fideicomitados
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).
<b>Fiduciaria y Registrante:</b>	EF Asset Management
<b>Calificación de Riesgo:</b>	A (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.

#### Autoridades

Son socios accionistas en partes iguales la Sra. Sandra Susana González Vila y Diego Rodríguez Castagno. Este último es a su vez el presidente de la firma siendo el Sr. Nelson Mendiburu Battistessa el vicepresidente.

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2019 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene 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	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	15.034	9.167	9.391
Activo no Corriente	165.804	95.074	81.968
<b>Total Activo</b>	<b>180.838</b>	<b>104.240</b>	<b>91.360</b>
Pasivo Corriente	21.319	14.368	13.068
Pasivo no Corriente	128.560	63.040	52.817
<b>Total Pasivo</b>	<b>149.878</b>	<b>77.408</b>	<b>65.885</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>30.960</b>	<b>26.832</b>	<b>25.474</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>180.838</b>	<b>104.240</b>	<b>91.360</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,71</b>	<b>0,64</b>	<b>0,72</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2019 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por resultados financieros positivos.

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

Concepto	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos	21.447	23.796	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(18.027)	(21.368)	(41.745)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.420</b>	<b>2.428</b>	<b>3.431</b>
Resultados Financieros	2.464	(93)	(682)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>5.884</b>	<b>2.335</b>	<b>2.749</b>
IRAE	(1.757)	(664)	(1.120)
<b>Resultado del período</b>	<b>4.128</b>	<b>1.671</b>	<b>1.629</b>
Res Operativos/Ingresos	15,95%	10,20%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	19,25%	7,02%	3,61%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

## b) La Empresa Constructora

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.

En su rol de empresa constructora GRINOR SA fue evaluada por CARE oportunamente, no encontrándose en su momento ningún elemento que hiciera pensar en un riesgo de incumplimiento por parte de la misma. Por otra parte y dado que las obras objeto de este fideicomiso culminaron, su seguimiento carece de sentido al desaparecer el riesgo constructivo.

## 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.

Las obras y por lo tanto las emisiones culminaron en enero de 2018 habiendo alcanzado una cifra del orden de UI 187 millones, algo menos de los UI 190 millones estimados, fijándose una tasa de 6,95 % efectivo anual en todas ellas, lo que está dentro del rango admitido para esta operación.

Una vez culminada esta etapa se establecieron los montos de las cuotas anuales, tanto de los créditos fideicomitados como de las amortizaciones e intereses que cancelará la emisión.

- Créditos fideicomitados: 18 cuotas de UI 19.992.225 cada una
- Pago por Títulos de Deuda: 18 cuotas de UI 18.992.481 cada una

Las cuotas son anuales y comenzaron a desembolsarse a partir del 3/5/19 y se cancelan el 3/5/36. De acuerdo a dichas cifras, está previsto se genere un sobrante de UI 999.744 por año, suficiente para hacer frente a los gastos de administración del fideicomiso.

A continuación se muestra en el siguiente cuadro el estado de situación resumido del fideicomiso al 30/6/19 y su comparativo con ejercicios anteriores.

<b>Cuadro 4; Estado de Situación del fideicomiso (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-19</b>	<b>31-Dic-18</b>	<b>31-Dic-17</b>
<b>Activo</b>	<b>833.965</b>	<b>854.955</b>	<b>743.440</b>
Activo Corriente	87.199	84.792	6.816
Activo no Corriente	746.765	770.163	736.624
<b>Pasivo</b>	<b>820.444</b>	<b>842.700</b>	<b>735.156</b>
Pasivo Corriente	80.097	81.587	4.355
Pasivo no Corriente	740.347	761.113	730.801
<b>Patrimonio</b>	<b>13.520</b>	<b>12.255</b>	<b>8.284</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>833.965</b>	<b>854.955</b>	<b>743.440</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,09</b>	<b>1,04</b>	<b>1,57</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

En el mes de mayo último comenzó el periodo de amortización (cuota cancelada en tiempo y forma) de los títulos por lo que al momento de escribir este informe restan 17 cuotas para su cancelación.

El Fideicomiso ha constituido los Fondos de Reserva previstos en el contrato

### **Riesgos considerados:**

**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 que, por otra parte ya ha culminado las obras objeto de esta operación. *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 el Fideicomiso 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 emitieron alcanzaron un total de UI 187 millones y se hizo a través de un cronograma de integración pari pasu con los Certificados Mensuales de Obra Ejecutada presentados por GRINOR y aprobados por la IC.

En la suscripción inicial de la emisión se determinó el monto y porcentaje de participación de cada Titular, así como la tasa de interés. Esto determinó la participación de cada Titular en cada una de las integraciones, las cuales son 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, determinó no solo el monto de tributos a ceder por parte de la IC sino que determinó el monto de la emisión de títulos y su cronograma de integración. Los montos definitivos fueron fijados una vez completado el proceso de emisión según se da cuenta en la sección anterior de este informe.

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

A continuación se establece la relación entre las retenciones totales (incluida esta) con la totalidad de ingresos presupuestada y con la información de la cobranza descentralizada suministrada por la IC, todo expresado en miles de UI.

Para ello, se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal actualmente vigente y la recaudación descentralizada histórica actualizada.

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

**Cuadro 5: Presupuesto en miles de UI**

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

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

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

En líneas generales se mantiene una estructura presupuestal similar a la anterior, esto es, ingresos soportados mayoritariamente con recursos departamentales (70 % en promedio) y un Rubro 0 que representa el 49 % del total de los egresos corrientes.

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

**Cuadro 6: cobranza descentralizada**

año	miles de UI	Comp.
2013	566.605	40,21%
2014	633.362	35,97%
2015	729.740	31,22%
2016	812.149	28,05%
2017	825.537	27,59%
2018	884.692	25,75%
2019 (1)	640.539	

Fuente: IC (1) primer semestre

En la última columna se establece una relación de la recaudación histórica realizada mediante esta modalidad, comprometida en los fideicomisos tomando en cuenta el monto mayor que se corresponde con el año 2020. Esto es al solo efecto de comprobar que dicha relación es decreciente.

Las cifras brindadas por la IC son en moneda nacional, a efectos de facilitar este análisis CARE hizo la conversión a UI asumiendo una cotización promedio anual la registrada al 30 de junio de cada año. Para el año 2019 se dispuso de la recaudación descentralizada real para el primer semestre, más allá que, como es sabido, hay una alta concentración de la recaudación de tributos en ese periodo, igualmente se puede inferir que se mantiene la tendencia creciente.

Interesa realizar, una vez más, 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; del mismo se desprende que el desembolso mayor debería hacerse en el año 2020

con miles de UI 227.806; dicha cifra representa un 25.75 % de la cobranza descentralizada verificada en 2018 (Cuadro 6) con tendencia decreciente debido al incremento en UI de esta recaudación y 12.5 % de los ingresos totales previstos para el año 2020 (Cuadro 5).

Se concluye entonces que los fondos generados por la IC son 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.

<b>Cuadro 7: análisis de cobertura Rubro 0 (miles UI)</b>	
<b>Concepto</b>	<b>2020</b>
Ingresos totales de la IC	1.810.993
Cesiones totales año 2020	227.806
<b>Excedente</b>	<b>1.583.187</b>
Rubro 0 año 2020	762.999
<b>Saldo disponible</b>	<b>820.188</b>

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede constatar que, si a los ingresos totales estimados para la IC en el año 2020 se le deducen las cesiones comprometidas en 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 8: Sensibilidad con ingresos abatidos 5 % (en miles de UI)

Años	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2019	1.679.050	209.906	762.999	706.145
2020	1.720.443	227.806	762.999	729.638

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 9: Sensibilidad con ingresos abatidos 14 % (en miles de UI)

Años	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2020	1.557.722	227.806	762.999	566.917

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.

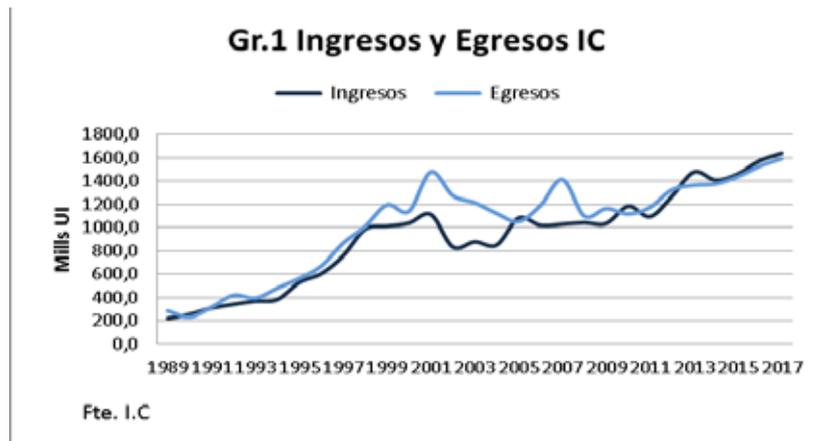
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado 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<sup>6</sup>, tanto la administración actual como lo que se puede colegir del comportamiento de las futuras, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor

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

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.

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



Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central dada la vinculación de esta operación no solo con instituciones nacionales, quizás las Administradoras de Fondos Previsionales, sino de éstas con el crédito del país. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba al comienzo del mes de setiembre de 2019, con un índice de riesgo país de 160 puntos básicos, se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública.

En el cuadro siguiente se ilustra sobre las proyecciones presupuestales del país.

## CUADRO 10 Proyecciones y expectativas - Setiembre 2019

<b>A Mundo (var. % c/ período previo)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
PIB mundial (vol. físico)	3,8	3,2	3,5
PIB países desarrollados	2,2	1,9	1,7
PIB Brasil	1,1	0,8	2,4
PIB Argentina	<i>(ver Nota al pie)</i>		
Tasa interés Dep 6M %	2,5	2,4	2,3
<b>B Uruguay</b>			
PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota)	1,6	0,7	2,6
Exportaciones FOB bienes y serv.- Var.% c p. prev. En USD	-4,9	3,6	8,0
Import. CIF bienes y serv var. % USD s/ Petróleo	2,8	-6,9	2,0
IPC (var. % c/ período previo)	7,6	7,5	7,0
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	7,1	13,3	7,7
IMS (var real prom anual)	0,2	1,9	0,6
Ocupación Var.% con período previo	-0,3	-0,3	1,8
<b>C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)</b>			
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	0,5	0,0	0,4
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-2,9	-3,4	-2,9
Deuda Bruta / PIB	64,2		
<b>D Expectativas Enc. Mensual BCU 8/2019 para 2019 y 2020</b>			
<b>Año 2018 real ver en A.</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
PIB (Var. Anual en vol físico)		0,4%	1,74%
Empleo (Var. % /año previo)		0,2%	0,50%
IPC (variación prom. anual)		7,8%	7,6%
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período) *		36,7	38,0
Devaluac año calendario *		13,3%	3,5%
Resultado Global S. Público % PIB *		-3,2%	-3,2%

CARE en base a A: Update 7/2019 FMI para 2018 y 2019, 2020 (Nota para Argentina 14-9-2019; En agosto 2018 la mediana de expectativas de crecimiento real del PIB del REM/BCRA fueron de -2,5% y para 2020 de -1,1%; la mediana de inflación es del 55% para 2019. y de 38% para 2020) - B y C: . Proyecciones 2019 y 2020 MEF /PE Rendición Ctas. 2018 con inf. Al 5/9/2019. A las proyecciones de déficit Global del SPNF, hay que agregarle las proyecciones del PE según Ley 19,590 "Efecto Cincuentones": para 2018, 2019 y 2020 correlativamente: 1,3, 1,2 y 0,96. D. Expectativas Enc Mensual BCU agosto 2019.

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

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>7</sup>. CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)

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. **Grado de inversión con observaciones.**