

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A  
PARTIR DEL DENOMINADO  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
CANELONES III”**

*Montevideo, setiembre de 2018*

---

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

---

## Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Canelones III” 13-de setiembre -2018

<b>Plazo:</b>	20 años desde la primera fecha de emisión.
<b>Títulos representativos</b>	de deuda escriturales de oferta pública por un monto de hasta UI 519.493.072.
<b>Activos Fideicomitidos:</b>	Cesión por parte de la IC de los derechos por Créditos Departamentales presentes y futuros a que tiene derecho contra los Agentes de Recaudación de cobranza descentralizada, y el Fideicomiso SUCIVE.
<b>Fiduciario y Emisor:</b>	República AFISA
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia de Canelones
<b>Amortización de Capital e intereses:</b>	108 cuotas bimestrales, iguales y consecutivas en los meses pares (día 5) a partir de junio de 2019
<b>Intereses:</b>	los intereses devengados desde la emisión hasta el primer pago luego del período de gracia, serán capitalizados a dicha fecha.
<b>Fecha de emisión:</b>	la primera emisión se produjo el 24/7/17
<b>Tasa:</b>	a determinar por el Fiduciario en el Prospecto Informativo con el tope de la resolución 187/016 (7,5%); hasta la fecha se ha fijado el 6 %.
<b>Plazo de gracia:</b>	hasta el 5/6/2019 tanto para el pago de capital como intereses.
<b>Asesor jurídico calificación</b>	Dr. Leandro Rama
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	BEVSA
<b>Administración y pago:</b>	República AFISA
<b>Calificación:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia:</b>	hasta el 30/4/19 <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Martín Durán y Julio Preve
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

<sup>1</sup> 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 Canelones III" manteniendo la categoría BBB (uy) de grado inversor.***

El objeto de esta emisión es obtener por parte de la Intendencia de Canelones (en adelante IC) el financiamiento necesario para la realización de obras de interés departamental así como la compra de maquinaria y de equipamiento urbano. El monto estimado de dichas inversiones es de \$ 1.883.000.000 o su equivalente UI 517.648.999, según detalle que se informa más adelante.

A tales efectos la (IC) viene fideicomitiendo el flujo de tributos provenientes de la cobranza descentralizada y del Fideicomiso SUCIVE por hasta la suma equivalente a UI 1.161.600.000 más los fondos necesarios para atender gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial, para su integración al patrimonio del fideicomiso, como fuente de pago de los Títulos de Deuda a ser emitidos.

La emisión de los TD será por el equivalente en UI de \$ 1.889.708.000 lo que se determinó en un monto de hasta UI 519.493.072. El plazo para su cancelación es de 20 años a partir de la primera fecha de emisión y tendrá un período de gracia, de pago de capital e intereses, que regirá hasta el 5/6/19. El interés a pagar a los tenedores de los títulos será fijado por el Fiduciario de acuerdo al mercado en cada emisión. Dicha tasa en ningún caso podrá ser superior a lo dispuesto por la resolución 0187/016 de fecha 29/03/2016 de la Junta Departamental de Canelones; a efectos de los cálculos de flujos se utilizó 7 % anual lineal. Mientras dure el período de gracia, los intereses devengados se capitalizarán. La amortización comenzará el 5/6/2019 y se realizará en 108 cuotas bimestrales iguales y consecutivas de capital e intereses los meses pares. En las emisiones realizadas hasta la fecha se ha fijado la tasa del 6 % anual.

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

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

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

- Practicado el análisis de suficiencia por parte de CARE no se encontraron dificultades para que la IC pudiera cumplir con los recursos fideicomitidos a que se compromete en esta operación.
- 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.
- Las obligaciones emergentes de este y otros fideicomisos que se encuentran operativos implican alrededor del 12,5 % de los ingresos totales de la IC y 27,5 % de la cobranza descentralizada en el año de mayor cesión. En ningún caso analizado se compromete la cobertura del Rubro 0<sup>2</sup>.

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

- Este instrumento de financiación contó con el apoyo de 26 en 31 ediles de la Junta Departamental, superando largamente los dos tercios exigidos; una vez aprobado el mismo no parece probable que en un escenario futuro de sucesivos cambios en la conducción política del Departamento, se repudie lo actuado al punto de comprometer obligaciones contractuales legítimas.
- Tampoco se advierte, por el momento, una recesión que pudiera poner en riesgo el repago de los títulos.

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

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos representativos de deuda de oferta pública que está emitiendo República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante República AFISA) por un monto total de hasta UI 519.493.072. Esta cifra representa el monto necesario para realizar por parte de la IC una serie de inversiones cuyos montos globales por ítem se informan en el Cuadro 1 y se detallan en Anexo 2 del Contrato de Fideicomiso. Los títulos se emiten con el respaldo de los componentes del presente Fideicomiso Financiero. Estos consisten en la cesión por parte de la IC de un flujo de fondos por hasta UI 1.161.600.000 provenientes del cobro de tributos, precios y otros ingresos departamentales que la IC percibe a través de Agentes de Recaudación en las condiciones que se establece en el contrato de fideicomiso y los provenientes del Fideicomiso SUCIVE.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe tomarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.<sup>3 y 4</sup>

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés según corresponda<sup>5</sup>.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores que están siendo emitidos por República AFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizarán en un plazo máximo de 20 años luego de vencido el período de gracia fijado para el 5/6/19. Esta amortización se hará en 108 cuotas bimensuales iguales y consecutivas, comprendiendo capital e intereses, con vencimiento los días 5 de los meses pares a partir del 5/6/19. El interés será fijado por la Fiduciaria, previamente a la emisión y será informado oportunamente; no obstante dicha tasa en ningún caso podrá ser superior a lo dispuesto por la resolución 0187/016 de fecha 29/03/2016 de la Junta Departamental de Canelones. Mientras dure el período de gracia, no se abonarán intereses los que se capitalizarán hasta la fecha en que comience a abonarse las cuotas. En las emisiones realizadas hasta la fecha se ha fijado un interés lineal anual de 6 %.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998.

<sup>3</sup>. Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

<sup>4</sup>. La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera

<sup>5</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

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. Contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjuntara como Anexo 1 en la calificación original.

## 2. Antecedentes

- La IC ha decidido realizar diversas obras públicas así como adquirir maquinaria vial y equipamiento urbano en el Departamento. El monto correspondiente a obras y adquisición de maquinaria y equipamiento urbano asciende al equivalente en UI de \$ 1.883.000.000. El monto final destinado a cada rubro fue determinado en UI, totalizando UI 517.648.999 para lo cual se tomó la cotización vigente a la fecha de la adjudicación de los valores de oferta pública (21/7/17). La distribución de dicho presupuesto por rubro se expone en el siguiente cuadro.

CUADRO 1: Inversiones a realizar		
Concepto	miles \$	miles UI
Obras Viales	940.154	258.454
Obras Arquitectura	342.931	94.274
Maquinaria y Equipamiento Urbano	599.915	164.921
Total	1.883.000	517.649

Fuente: Contrato de Fideicomiso

- En Oficio No. 307/2016 la Junta Departamental de Canelones (JDC) remite al Tribunal de Cuentas (TCR) la solicitud recibida de la IC vinculada a la creación de este fideicomiso
- La Junta Departamental de Canelones (JDC), según Resolución 0187/016 de fecha 29/03/2016, otorgo la anuencia solicitada por el Sr. Intendente oportunamente para tales fines.
- El TCR en reunión del 8/6/16 emite resolución No. 2001/16 no observando lo actuado por la IC y JDC.
- El Intendente de Canelones, por Resolución N° 16/06505 de fecha 27 de octubre de 2016 decidió constituir un fideicomiso financiero con la finalidad de obtener recursos mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública con el respaldo del patrimonio fideicomitado, constituido por los fondos ya señalados, en las cantidades, términos y condiciones que se establecen en el Contrato de Fideicomiso y ya descritas.
- La IC adhirió al Fideicomiso SUCIVE con fecha 28/12/11, por lo que desde esa fecha, éste es el titular de los derechos de cobro de Ingresos Vehiculares de Canelones, teniendo la IC derecho a percibir el 100% de la recaudación que hiciere al SUCIVE, fondos que también transfiere al Fideicomiso.

- Con fecha 10 de noviembre de 2016, la Comisión de Seguimiento del SUCIVE - creada por art. 3 de la Ley 18.860 - otorgó autorización a efectos de realizar las retenciones necesarias del Fideicomiso SUCIVE en consonancia con la resolución del Sr. Intendente y la Resolución de la Junta Departamental de Canelones antes referidos.
- La IC celebró con los Agentes Recaudadores sendos contratos que refieren a la prestación por parte de dichos Agentes del servicio de cobranza de créditos pertenecientes a dicha Intendencia. Los Contratos de Recaudación se rigen por las condiciones de contratación establecidas en los documentos correspondientes. Según lo establecido en ellos, los Agentes Recaudadores se ocupan del cobro de tributos de competencia de la IC por cuenta y orden de ésta, haciendo efectiva su cobranza a través de los locales de Abitab S.A. y de Nummi S.A.
- La IC durante el plazo de vigencia del presente fideicomiso y hasta la completa ejecución de las obligaciones que deban ser cumplidas con cargo al patrimonio fideicomitado, renuncia a modificar los Contratos de Recaudación de cobranza descentralizada y el Contrato del Fideicomiso SUCIVE sin el consentimiento previo, expreso y escrito de la Fiduciaria del presente Fideicomiso.
- Con fecha 24/3/17 el BCU manifiesta que debe hacerse una modificación en el contrato.
- El contrato de Fideicomiso entre la IC y RAFISA fue firmado el 2/3/17 y posteriormente modificado con fecha 7/4/17. Esto fue autorizado por el BCU con fecha 31/5/17 (Comunicación 2017/092).
- Con fecha 20/4/17 CARE manifiesta no tener observaciones a la modificación planteada.

### Otros compromisos

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. 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). Este ocupa el último lugar en la lista.

- Costaplan (2033)
- Reintegro a la Intendencia de Montevideo (2020)
- FF Canelones I Series 1 y 2 (2026)
- Canelones II Serie 1 (2032)
- Canelones II Serie 2 (2033)

- UTE Alumbrado Público (2035); en esta operación, la cesión de tributos es en garantía subsidiaria.
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa I (2036)
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa II (2036)
- Fideicomiso Financiero Canelones III (2037)

En el cuadro siguiente se informa el cronograma de compromisos de todas ellas. Se incluye el "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público" por el cual la IC cede también, parte de su cobranza descentralizada. 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 momento se ha verificado en los hechos; en este caso, la cuota anual comprometida es de miles de UI 10.217. Todos ellos se vienen desempeñando con normalidad.

<b>CUADRO 2: 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>
2018	18.000	13.200	16.920	51.000	20.977		10.217	3.000	133.314
2019	18.000	13.200	33.840	50.000	20.977	19.992	10.217	43.800	210.026
2020	18.000	13.200	33.600	47.500	20.977	19.992	10.217	64.200	227.686
2021	18.000		33.600	47.500	20.977	19.992	10.217	64.200	214.486
2022	15.600		33.600	46.000	20.977	19.992	10.217	64.200	210.586
2023	15.600		33.600	44.000	20.977	19.992	10.217	64.200	208.586
2024	15.600		33.600	42.000	20.977	19.992	10.217	64.200	206.586
2025	15.600		32.400	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	203.886
2026	15.600		29.700	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	201.186
2027	15.600			38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	169.486
2028	15.600			37.000	20.977	19.992	10.217	64.200	167.986
2029	15.600			36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	167.486
2030	15.600			33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	164.486
2031	15.600			31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	162.486
2032	15.600			22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	153.486
2033	11.700			7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	134.086
2034					20.977	19.992	10.217	64.200	115.386
2035					20.977	19.992		64.200	105.169
2036					20.977	19.992		64.200	105.169
								21.400	21.400
<b>Totales</b>	<b>255.300</b>	<b>39.600</b>	<b>280.860</b>	<b>615.500</b>	<b>398.563</b>	<b>359.856</b>	<b>173.689</b>	<b>1.159.600</b>	<b>3.282.968</b>

Fuente: RAFISA y EE.CC de fideicomisos

La IC declara no tener otras cesiones de tributos que las que acá se declaran así como informar por escrito a CARE respecto de nuevos préstamos o financiamientos a los que accediere a cualquier título (cláusula 23.7 del Contrato de Fideicomiso).

### **3. Objeto de la calificación, información analizada y hechos salientes del periodo.**

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

La información analizada en esta ocasión incluyó entre otros los siguientes documentos:

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE de diversos fideicomisos que involucran directa o indirectamente a la IC tales como: "Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Canelones I" Series 1 y 2; "Fideicomiso Financiero Canelones II Obras"; "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"; Fideicomisos Financieros Grinor Ciudad de la Costa I y II
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/18
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/6/18
- Información de cobranza descentralizada a junio de 2018

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

- Como hecho saliente del período se puede mencionar la evolución de las inversiones (Cuadro 6) y de las emisiones tal como se refiere en la Sección III

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

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

### 1. Descripción General

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

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta UI 519.493.072
<b>Interés:</b>	A ser fijado por el Fiduciario con el tope dispuesto en resolución 187/016 de fecha 29/03/2016 de la Junta Departamental de Canelones. Hasta la fecha se ha fijado el interés de 6 % anual lineal.
<b>Plazo:</b>	Desde la primera fecha de emisión hasta la cancelación total, estimada en 20 años.
<b>Plazo de gracia:</b>	De capital e intereses, desde la emisión y hasta el 5/6/2019.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagados conjuntamente con la amortización de capital. Durante el período de gracia, los intereses devengados se capitalizarán a la fecha del primer pago.
<b>Amortización del capital:</b>	El capital de los Títulos de Deuda será amortizado en 108 cuotas bimestrales, iguales y consecutivas de capital e intereses, a partir del 5/6/2019. Los meses de pago corresponden a los meses pares, el día 5.
<b>Garantía:</b>	Fondos cedidos por la IC provenientes de la recaudación descentralizada de tributos y los fondos del Fideicomiso SUCIVE que le corresponden a la IC ambos cedidos al Fideicomiso.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB (uy)
<b>Entidad registrante y representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

### 2. Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos y de un financiamiento a largo plazo que trasciende el período de la actual administración municipal, el análisis jurídico es básico para blindar el negocio financiero. Se trata no solo de verificar el cumplimiento con todo el sistema normativo sino especialmente de eliminar los riesgos de conflictos que pudieran afectar a la estructura financiera desde el punto de vista jurídico. Resulta clave por tanto a juicio del Comité de Calificación de CARE la legitimación de todo lo actuado.

El informe completo formó parte de la calificación original por lo que no corresponde reiterarlo acá. Se transcribe la conclusión final.

:

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

#### Riesgos considerados

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

**Riesgo por iliquidez.** La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión de los beneficiarios constituye un atributo favorable intrínseco a los títulos por cómo se lo ha diseñado, aun teniendo presente las características de escaso desarrollo de nuestro mercado de capitales que no permite garantizar su inmediata comercialización. *Riesgo bajo.*

## III. ADMINISTRACIÓN

### La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC intermedios al 30/6/18 que cuenta con informe de revisión limitada de la firma Grant Thornton SC, RAFISA alcanza un patrimonio de miles de \$ 578.170, lo que supone un 4 % superior al registrado seis meses antes. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,95. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>CUADRO 3: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-18</b>	<b>31-Dec-17</b>	<b>31-Dec-16</b>
<b>Activo</b>	<b>656.953</b>	<b>637.392</b>	<b>636.880</b>
Activo Corriente	270.351	249.236	219.778
Activo no Corriente	386.602	388.155	417.102
<b>Pasivo</b>	<b>78.783</b>	<b>81.887</b>	<b>78.969</b>
Pasivo Corriente	54.604	57.829	58.536
Pasivo no Corriente	24.179	24.058	20.433
<b>Patrimonio</b>	<b>578.170</b>	<b>555.505</b>	<b>557.910</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>656.953</b>	<b>637.392</b>	<b>636.880</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,95</b>	<b>4,31</b>	<b>3,75</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados del primer semestre de 2018, la firma muestra una disminución en su facturación respecto del mismo periodo del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados operativos. En cambio, debido a mejoras en los resultados financieros, los resultados finales del periodo resultan superiores. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos a junio de 2018 y su comparativo con junio de 2017 y del último ejercicio completo cerrado en diciembre de 2017.

## CUADRO 4: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30-Jun-18	30-Jun-17	31-Dec-17
Ingresos Operativos	127.854	135.622	270.590
Gastos de Adm y Ventas	(113.806)	(105.541)	(225.274)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>14.048</b>	<b>30.081</b>	<b>45.316</b>
Resultados Diversos	-	126	622
Resultados Financieros	36.132	7.391	17.636
IRAE	(12.485)	(7.998)	(16.323)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>37.696</b>	<b>29.600</b>	<b>47.251</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2018, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

### El Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato celebrado el 2/3/17 (con modificaciones posteriores el 7/4/17) entre RAFISA y la IC y posteriormente autorizado por el BCU con fecha 31/5/17.

Finalmente el monto a emitir se acordó fuera el equivalente en UI de \$ 1.889.708.000 o sea UI 519.493.072 de acuerdo a la cotización de fecha de la primera emisión. Por este valor el 23/7/17 se realizaron las suscripciones correspondientes.

En el cuadro siguiente se informa sobre la situación patrimonial del Fideicomiso al cierre del 30/6/18 y su comparativo con el ejercicio anterior.

## CUADRO 5: Estado de Situación Fideicomiso (millones \$)

Concepto	30-Jun-18	31-Dec-17
<b>Activo</b>	<b>3.714</b>	<b>3.858</b>
Activo Corriente	656	945
Activo no Corriente	3.058	2.913
<b>Pasivo</b>	<b>1.544</b>	<b>1.181</b>
Pasivo Corriente	48	35
Pasivo no Corriente	1.496	1.146
<b>Patrimonio</b>	<b>2.170</b>	<b>2.677</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>3.714</b>	<b>3.858</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>13,67</b>	<b>27,00</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Al cierre del 30/6/18 al Fideicomiso le resta recibir por parte de la IC el equivalente a UI 1.159.600 desde 2018 a 2037 según detalle que se puede apreciar en el Cuadro 2.

Al 30/6/18 se han realizado emisiones por un valor nominal de UI 322.5 millones sobre un total de hasta UI 519.493.072, en consecuencia restan UI 196.993.072 en 10 emisiones mensuales la última de las cuales será el 5/4/19 fecha a partir de la cual se comenzará a amortizar.

Hasta la fecha de cierre del 30/6/18 se han realizado pagos por los distintos rubros objeto de esta operación un monto algo superior a \$ 617 millones según detalle que se informa en el cuadro siguiente.

<b>CUADRO 6: Inversiones realizadas</b>	
<b>Concepto</b>	<b>miles \$</b>
Obras Viales	154.203
Obras Arquitectura	20.700
Maquinaria y Equipamiento Urbano	442.233
Total	617.136

Fuente: Contrato de Fideicomiso

En términos globales, se ha afectado algo más del 30 % del total presupuestado.

En definitiva, el Fideicomiso está funcionando con normalidad.

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

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

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

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

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. Como queda referido RAFISA recibe la cesión del flujo futuro de la llamada cobranza descentralizada de la IC así como los fondos provenientes del Fideicomiso SUCIVE, que pertenecen a la IC, por concepto de Ingresos Vehiculares. Con el mismo y de acuerdo a la prelación correspondiente, paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos. Los títulos de deuda que se están emitiendo alcanzarán un máximo de UI 519.493.072.

El flujo que compone el activo subyacente del fideicomiso financiero fue aprobado por la Intendencia Municipal de Canelones la que por Resolución N° 16/06505 de fecha 27 de octubre de 2016 decidió crear este fideicomiso.

### 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 2018 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 (2016/2020) actualmente vigente.

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

<b>CUADRO 7: Presupuesto en miles de UI</b>					
<b>Concepto</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>1.607.979</b>	<b>1.704.806</b>	<b>1.719.007</b>	<b>1.767.421</b>	<b>1.810.993</b>
Origen Departamental	1.120.937	1.204.532	1.194.849	1.222.283	1.256.818
Origen Nacional	487.041	500.274	524.158	545.138	554.175
<b>Egresos Corrientes</b>	<b>1.562.147</b>	<b>1.600.555</b>	<b>1.571.184</b>	<b>1.560.533</b>	<b>1.555.692</b>
<b>Rubro 0</b>	<b>762.999</b>	<b>762.999</b>	<b>762.999</b>	<b>762.999</b>	<b>762.999</b>
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 misma estructura presupuestal, 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 información de su evolución histórica que se expone en el cuadro siguiente.

<b>CUADRO 8: cobranza descentralizada</b>	
<b>año</b>	<b>miles de UI</b>
2013	566.605
2014	633.362
2015	729.740
2016	812.149
2017	825.537

Fuente: IC

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. Puede comprobarse que su evolución es creciente.

Por otra parte, a solicitud de CARE, la IC informó que a junio de 2018, la cobranza descentralizada se ubicó en torno a los \$ 2.300 millones, equivalente a unas miles de UI 600.000 por lo que, de acuerdo a lo observado en el cuadro precedente, sugiere que se mantiene la tendencia creciente. Esto es consistente con la recaudación alcanzada por el SUCIVE, parte importante de la cobranza descentralizada, que, de acuerdo a lo informado por RAFISA, alcanzó para la IC a julio de 2018 una cifra del orden de UI 352 millones representando un incremento del orden del 7,65 % respecto a igual periodo del año anterior en UI.

Interesa realizar un análisis de suficiencia no ya para este fideicomiso en particular sino teniendo en cuenta todos ellos. En el Cuadro 2 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 227.686; dicha cifra representa 27,5 % de la cobranza descentralizada verificada en 2017 (Cuadro 8) con tendencia decreciente 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, que como se refirió es el más severo, con las cesiones comprometidas y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto

## CUADRO 9: análisis de cobertura Rubro 0 (miles de UI)

Concepto	2020
Ingresos totales de la IC	1.810.993
Cesiones totales año 2020	227.686
<b>Excedente</b>	<b>1.583.307</b>
Rubro 0 año 2020	762.999
<b>Saldo disponible</b>	<b>820.308</b>

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 queda aún un remanente que más que duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0.

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 se reconoce un entecimiento en la economía del país, ningún analista pronostica una caída en el PBI, al menos en el corto plazo. En tal sentido, 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; además, se incluyó el año 2020 por ser el año en que los compromisos llegan a un máximo. El resultado se expresa en el cuadro siguiente.

## Cuadro 10: Sensibilidad con ingresos abatidos 5 % (en miles de UI)

Años	Total 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	227.686	762.999	729.758

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 serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y los compromisos contraídos con los fideicomisos 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 la hipotética

situación del año 2002 abatiendo los ingresos del 2020 en 14 %.

**Cuadro 11: Sensibilidad con ingresos abatidos 14 % (en miles de UI)**

Años	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2020	1.557.722	227.686	762.999	567.037

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 20 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, aun cambiando los gobiernos nacionales o municipales como en este caso.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara un déficit municipal difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aun existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC (por una mayoría de 26 ediles en 31) e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar. Además, la recomposición de la reputación de la 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, 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 respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe bajo el título Análisis de Sensibilidad comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico.

## CUADRO 12 Proyecciones y expectativas - Set. 2018

<b>A Mundo (var. % c/ período previo)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
PIB mundial (vol. físico)	3,9	3,9	3,8
PIB países desarrollados	2,3	2,2	1,7
PIB Brasil	1,6	2,6	2,5
PIB Argentina	(ver Nota)		
Tasa interés FED cierre anual %	2,4	3,1	3,4
<b>B Uruguay</b>			
PIB (var. % c/ período previo) Vol. físico	2,5	3,3	3,0
Exportaciones FOB bienes y serv.- Var.% c p. prev. En USD	8,7	7	8,0
Import. CIF bienes y serv var. % USD s/ Petróleo	8,7	8,0	9,0
IPC (var. % c/ período previo)	6,8	5,9	5,0
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	6,6	9,7	6,9
IMS (var nominal anual)	1,3	1,8	2
Ocupación Var.% con período previo	-0,3	0,6	0,8
<b>C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)</b>			
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	0	0,6	0,6
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-3,3	-2,8	-2,5
Deuda Bruta / PIB	48,7		
<b>D Expectativas Enc. Mensual BCU 8/2018</b>			
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	
PIB (Var. Anual en vol físico)	2,4%	2,7%	
Empleo (Var. % /año previo)	-0,4%	0,2%	
IPC (variación prom. anual)	7,9%	7,6%	
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)	32,0	34,9	
Devaluac año calendario	-0,2%	6,3%	
Resultado Global S. Público % PIB	-3,8%	-3,7%	

CARE en base a A: Update 7/2018 FMI para 2018 y 2019, 2020 Proy MEF Rend Ctas. 2017 en 5/9/2018; - B y C: . Proyecciones 2019 y 2020 MEF /P/E Rendición Ctas. 2017 con inf. Al 5/9//2018 2017. En D: Encuestas Expetativas BCU 8/2018. Nota 6-09-2018. El Ministro de Hacienda argentino corrigió un conjunto de proyecciones cuya importancia obligan a atenderlas también en su extensión a las proyecciones regionales. De ellas destacamos la referida a crecimiento proyectado para el año en curso y 2019: -2,4% y 0% respectivamente. En paralelo el Ministro Astori dicute en el las comisiones del P. Legislativo lo que pudieran ser el ajuste de las proyecciones oficiales para Uruguay. En esa línea de ajustes, en 5/9/2018, CPA Ferrere redujo sus proyecciones de crecimiento para Uruguay 2018 y 2019 a 2,2% y 1,9% respectivamente.

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 mantiene como promedio del mes de agosto de 2018 un índice de riesgo país de 158 puntos básicos.

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 casi nulo.*

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por la IC como por RAFISA y los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.<sup>6</sup>*

p. Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>6</sup>. CATEGORÍA BBB (80 a 84.9 puntos)  
Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. Grado de inversión mínimo.