

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

Montevideo, febrero de 2021

| | |
|----|--|
| 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” 18 - febrero - 2021

| | |
|---|--|
| Plazo: | 20 años desde la primera fecha de emisión. |
| Títulos representativos | de deuda escriturales de oferta pública por un monto de UI 519.493.072. |
| Activos Fideicomitidos: | 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. |
| Fiduciario y Emisor: | República AFISA |
| Fideicomitente: | Intendencia de Canelones |
| Amortización de Capital e intereses: | 108 cuotas bimestrales, iguales y consecutivas en los meses pares (día 5) a partir de junio de 2019 |
| Fecha de la primera emisión: | 24/7/17 |
| Tasa: | 6 % anual en UI |
| Plazo de gracia: | hasta el 5/6/2019 tanto para el pago de capital como intereses, los que se capitalizaron hasta esa fecha |
| Asesor jurídico calificación | Dr. Leandro Rama |
| Entidad Registrante y Representante: | BEVSA |
| Administración y pago: | República AFISA |
| Calificación: | A.uy |
| Vigencia: | hasta el 30/11/21 ¹ |
| Comité de Calificación: | Martín Durán y Julio Preve |
| Manual utilizado: | Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias Departamentales |

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

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Canelones III" manteniendo la categoría A.uy de grado inversor.

El objeto de esta emisión fue 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 fue de \$ 1.883.000.000 o su equivalente UI 517.648.999 y ya se ha culminado.

A tales efectos la (IC) viene fideicomitiendo el flujo de tributos provenientes de la cobranza descentralizada y del Fideicomiso SUCIVE hasta una suma final 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 emitidos.

La emisión de los TTDD fue por el equivalente en UI de \$ 1.889.708.000 lo que determinó un monto de UI 519.493.072. El plazo para su cancelación es de 20 años a partir de la primera fecha de emisión y tuvo un período de gracia, de pago de capital e intereses, que venció el 5/6/19. El interés a pagar a los tenedores de los títulos fue fijado por el Fiduciario en cada emisión en 6 % anual en UI. Durante el período de gracia, los intereses devengados se capitalizaron. El periodo de amortización comenzó el 5/6/2019 y se realiza en 108 cuotas bimestrales iguales y consecutivas de capital e intereses los meses pares.

Respecto de los títulos de deuda cabe reiterar:

- 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 fideicomitados a que se compromete en esta operación.
- No configura un escenario probable una caída de la recaudación descentralizada de una magnitud tal 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 un 13.3 % de los ingresos totales de la IC y el 25,75 % de la cobranza descentralizada para el año de mayor cesión. En ningún caso analizado se compromete la cobertura del Rubro 0².

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Este instrumento de financiación contó para su aprobación 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. En todo caso, este aspecto fue considerado en el análisis de sensibilidad practicado por CARE.
- La crisis sanitaria desatada por el Covid 19 en el primer semestre del año 2020 no ha tenido (ni se prevé que lo tenga en el futuro inmediato) un impacto mayor que no haya sido contemplado en los análisis de suficiencia practicados por CARE.

². 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 UI 519.493.072. Esta cifra representaba el monto necesario con el cual la IC realizó una serie de inversiones cuyos montos globales por ítem se informan en el Cuadro 1. Los títulos se emitieron 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 incluyendo 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 juicio³.

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 corresponda⁴.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores que fueron emitidos por República AFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizan en un plazo máximo de 20 años luego de vencido el período de gracia ocurrido el 5/6/19. Esta amortización se está haciendo 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 (en todas las emisiones se fijó una misma tasa de 6 % lineal anual en UI).

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

³. La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera

⁴. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

2. Antecedentes

- La IC decidió realizar diversas obras públicas así como adquirir maquinaria vial y equipamiento urbano en el Departamento, todo lo cual ya se ha culminado. 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 según presupuesto original

| 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).
- El interés sería fijado por la Fiduciaria, previamente a la emisión e informado oportunamente; no obstante dicha tasa en ningún caso podría ser superior a lo dispuesto por la resolución 0187/016 de fecha 29/03/2016 de la Junta Departamental de Canelones (7,5 %). Mientras duró el período de gracia, no se abonaron intereses los que se capitalizaron hasta la fecha en que comenzaron a abonarse las cuotas. Finalmente se fijó el 6 % lineal anual.
- 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).

- Costaplan (2033)
- 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.

⁴. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere por considerarlo más representativos los mismos al cierre del primer semestre

- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa I (2036)
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa II (2036)
- Fideicomiso Financiero Canelones III (2037)
- Fideicomiso Financiamiento Recambio de Luminarias de Canelones I (2039)

En el cuadro siguiente se incluyen todas las cesiones que hasta el momento tiene comprometidas la IC a partir del corriente año 2021 (en este año figuran la totalidad de los importes anuales pese a que en algún caso ha comenzado a cancelarse). Más adelante, en la sección correspondiente se analiza la incidencia de todas ellas en las finanzas de IC.

| CUADRO 2: Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI) | | | | | | | | | |
|---|------------------|----------------|----------------|-----------------|------------------|----------------|------------------|-------------------|------------------|
| año | Costaplan | Can I | Can II | Grinor I | Grinor II | UTE | Can III | Luminarias | Totales |
| 2021 | 18.000 | 33.600 | 47.500 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | | 214.486 |
| 2022 | 15.600 | 33.600 | 46.000 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 241.461 |
| 2023 | 15.600 | 33.600 | 44.000 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 239.461 |
| 2024 | 15.600 | 33.600 | 42.000 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 237.461 |
| 2025 | 15.600 | 32.400 | 40.500 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 234.761 |
| 2026 | 15.600 | 29.700 | 40.500 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 232.061 |
| 2027 | 15.600 | | 38.500 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 200.361 |
| 2028 | 15.600 | | 37.000 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 198.861 |
| 2029 | 15.600 | | 36.500 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 198.361 |
| 2030 | 15.600 | | 33.500 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 195.361 |
| 2031 | 15.600 | | 31.500 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 193.361 |
| 2032 | 15.600 | | 22.500 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 184.361 |
| 2033 | 11.700 | | 7.000 | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 164.961 |
| 2034 | | | | 20.977 | 19.992 | 10.217 | 64.200 | 30.875 | 146.261 |
| 2035 | | | | 20.977 | 19.992 | | 64.200 | 30.875 | 136.044 |
| 2036 | | | | 20.977 | 19.992 | | 64.200 | 30.875 | 136.044 |
| 2037 | | | | | | | 21.400 | 30.875 | 52.275 |
| 2038 | | | | | | | | 30.875 | 30.875 |
| 2039 | | | | | | | | 30.875 | 30.875 |
| Totales | 201.300 | 196.500 | 467.000 | 335.632 | 319.872 | 143.038 | 1.048.600 | 555.750 | 3.267.692 |

Fuente: Care en base a RAFISA y EE.CC de fideicomisos
 Nota: en la columna Can II se unificaron las dos series

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. Esto se incluye en este cuadro (columna UTE); en realidad se trata de un supuesto conservador ya 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.

La IC no ha informado a CARE respecto de nuevos préstamos o financiamientos a los que accediere a cualquier título según se ha comprometido (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 y el último citado y que refiere al recambio de luminarias.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/20⁵
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/20⁶
- Información de cobranza descentralizada a junio de 2020 y del SUCIVE hasta el 31/12/20

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

Como hecho saliente del periodo se destaca:

- En virtud de la crisis sanitaria debieron aplazarse las elecciones de gobiernos departamentales previstas originalmente para el 10 de mayo de 2020
- Las mismas se realizaron el 27 de setiembre de 2020 y los intendentes electos asumieron funciones 60 días después, es decir el 27 de noviembre de 2020
- Esto implicó, entre otras cosas, que no hubo tiempo para elaborar un nuevo presupuesto quinquenal por lo que el corriente año 2021 debió afrontarse sin cambios presupuestales
- El nuevo presupuesto deberá presentarse a cada Junta Departamental 6 meses después de asumida la nueva administración, esto es al 27 de mayo de 2021. Discusiones mediante implica que no entrará en vigencia sino hasta el último trimestre del año 2021.

⁵. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2020 se prefiere, por considerarlos más representativos, los EE. CC al cierre del primer semestre

⁶. CARE debe aún recibir la versión definitiva

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:

| | |
|----------------------------------|---|
| Títulos: | Títulos representativos de deuda escriturales |
| Moneda: | Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión |
| Monto de la Emisión: | UI 519.493.072 |
| Interés: | 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. El interés fijado fue en todos los casos de 6 % anual lineal en UI. |
| Plazo: | Desde la primera fecha de emisión hasta la cancelación total, estimada en 20 años. |
| Plazo de gracia: | De capital e intereses, desde la emisión y hasta el 5/6/2019. |
| Pago de intereses: | 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. |
| Amortización del capital: | 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. |
| Garantía: | 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. |
| Calificación de Riesgo: | A.uy |

⁶. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere por considerarlo más representativos los mismos al cierre del primer semestre

Entidad registrante

y representante: 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. LA ADMINISTRACIÓN

La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC intermedios al cierre del 30/06/2020 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 724.889. Esto supone un incremento algo superior al 3 % respecto al que tenía al 31/12/2019. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

| CUADRO 3: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$) | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|
| Concepto | 30-Jun-20 | 31-Dec-19 | 31-Dec-18 |
| Activo | 808.616 | 810.023 | 705.262 |
| Activo Corriente | 239.169 | 224.515 | 261.447 |
| Activo no Corriente | 569.448 | 585.508 | 443.815 |
| Pasivo | 83.727 | 107.260 | 120.097 |
| Pasivo Corriente | 66.810 | 90.321 | 101.326 |
| Pasivo no Corriente | 16.917 | 16.940 | 18.772 |
| Patrimonio | 724.889 | 702.762 | 585.164 |
| Pasivo y Patrimonio | 808.616 | 810.023 | 705.262 |
| Razón Corriente | 3,58 | 2,49 | 2,58 |

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre intermedio de junio 2020, la firma sigue mostrando resultados positivos. En este periodo se produce una caída de los resultados operativos en relación al mismo periodo del ejercicio anterior la que se ve ampliamente compensada por el incremento de los resultados financieros.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a junio de 2020 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

| Concepto | 30-Jun-20 | 30-Jun-19 | 31-Dec-19 |
|-------------------------------|---------------|---------------|----------------|
| Ingresos Operativos | 129.301 | 142.614 | 270.520 |
| Gastos de Adm y Ventas | (108.249) | (96.383) | (204.701) |
| Resultado Operativo | 21.053 | 46.231 | 65.820 |
| Resultados Diversos | - | 120 | 245 |
| Resultados Financieros | 61.394 | 36.115 | 65.260 |
| IRAE | (15.394) | (20.228) | (28.376) |
| Resultados del periodo | 67.053 | 62.238 | 102.948 |

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos⁷.

Al 30 de junio de 2020, 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 autorizado por el BCU con fecha 31/5/17.

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 y ya fueron totalmente integrados. Como se ha informado, todas las emisiones se colocaron con un interés lineal anual en UI de 6 %. En definitiva, el Fideicomiso recibió por este concepto un monto total equivalente a UI 624.924.082 correspondiendo UI 519.493.072 al valor nominal del total suscripto el 23/7/17 mientras que el saldo restante de UI 105.431.011 correspondió a prima por emisión

En el cuadro siguiente se informa sobre la situación patrimonial del Fideicomiso al cierre del año 2020.

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

| Concepto | 31-Dec-20 | 31-Dec-19 | 31-Dec-18 |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Activo | 3.880 | 3.960 | 3.691 |
| Activo Corriente | 484 | 735 | 589 |
| Activo no Corriente | 3.396 | 3.225 | 3.102 |
| Pasivo | 2.912 | 2.770 | 1.947 |
| Pasivo Corriente | 142 | 115 | 77 |
| Pasivo no Corriente | 2.770 | 2.655 | 1.870 |
| Patrimonio | 968 | 1.189 | 1.744 |
| Pasivo y Patrimonio | 3.880 | 3.960 | 3.691 |
| Razón Corriente | 3,41 | 6,39 | 7,65 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los pagos en concepto de amortización e intereses según cronograma descripto, se vienen realizando con normalidad encontrándose el Fideicomiso al día. El cronograma del saldo a pagar, incluyendo lo que resta del año 2021 y hasta su cancelación, así como lo que resta percibir por concepto de cesión de

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

tributos se expone en forma anualizada en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: Cronograma restante de ingresos y egresos (miles UI)

| año | cesiones | amortización | intereses | total pagos |
|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|
| 2021 | 64.200 | 19.482 | 30.899 | 50.381 |
| 2022 | 64.200 | 20.681 | 29.700 | 50.381 |
| 2023 | 64.200 | 21.953 | 28.428 | 50.381 |
| 2024 | 64.200 | 23.303 | 27.077 | 50.380 |
| 2025 | 64.200 | 24.737 | 25.644 | 50.381 |
| 2026 | 64.200 | 26.259 | 24.122 | 50.381 |
| 2027 | 64.200 | 27.874 | 22.506 | 50.380 |
| 2028 | 64.200 | 29.589 | 20.791 | 50.380 |
| 2029 | 64.200 | 31.410 | 18.971 | 50.381 |
| 2030 | 64.200 | 33.342 | 17.039 | 50.381 |
| 2031 | 64.200 | 35.393 | 14.988 | 50.381 |
| 2032 | 64.200 | 37.570 | 12.810 | 50.380 |
| 2033 | 64.200 | 39.882 | 10.499 | 50.381 |
| 2034 | 64.200 | 42.335 | 8.045 | 50.380 |
| 2035 | 64.200 | 44.940 | 5.441 | 50.381 |
| 2036 | 64.200 | 47.704 | 2.676 | 50.380 |
| 2037 | 21.400 | 16.545 | 248 | 16.793 |
| Totales | 1.048.600 | 523.000 | 299.884 | 822.883 |

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Puede apreciarse la suficiencia del monto a percibir con el total a pagar por concepto de amortización e intereses generando un excedente para cubrir los demás gastos del Fideicomiso.

Riesgos considerados:

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

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

Riesgo por cambio de fiduciario. Se encuentra cubierto por las propias disposiciones legales (art. 32 ley 17.703) y contractuales. *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 ya emitidos alcanzaron el total suscrito 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. 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) aun vigente por las circunstancias ya referidas que derivaron en el aplazamiento de las elecciones departamentales.

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.

| CUADRO 7: Presupuesto en miles de UI | | | | | |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Concepto | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Total Ingresos | 1.607.979 | 1.704.806 | 1.719.007 | 1.767.421 | 1.810.993 |
| Origen Departamental | 1.120.937 | 1.204.532 | 1.194.849 | 1.222.283 | 1.256.818 |
| Origen Nacional | 487.041 | 500.274 | 524.158 | 545.138 | 554.175 |
| Egresos Corrientes | 1.562.147 | 1.600.555 | 1.571.184 | 1.560.533 | 1.555.692 |
| Rubro 0 | 762.999 | 762.999 | 762.999 | 762.999 | 762.999 |
| Los demás | 799.148 | 837.556 | 808.185 | 797.534 | 792.693 |
| Financiamiento pasivos | 45.832 | 104.251 | 67.134 | 126.198 | 174.612 |
| Financiamiento 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. Se reitera que, por las circunstancias ya mencionadas, para el corriente año 2021 se extiende el presupuesto anterior.

En cuanto a la cobranza descentralizada, que es lo fideicomitado, la IC brinda regularmente información de su evolución histórica que se expone en el cuadro siguiente. En este caso, se contó con la información referida al primer

semestre de 2020. En tal sentido, la IC informó a CARE que los ingresos que obtuvo por este medio fue de \$ 2.613 millones que, convertido a UI, representa un monto superior UI 583 millones⁸. Esto se incluye al sólo efecto de verificar la evolución de la cobranza.

Cuadro 8: cobranza descentralizada

| año | miles de UI | variación |
|-------|-------------|-----------|
| 2013 | 566.605 | |
| 2014 | 633.362 | 11,78% |
| 2015 | 729.740 | 15,22% |
| 2016 | 812.149 | 11,29% |
| 2017 | 825.537 | 1,65% |
| 2018 | 884.692 | 7,17% |
| 2019 | 937.453 | 5,96% |
| 2020* | 583.114 | |

* primer semestre

Fuente: IC

Puede observarse en la serie analizada, que la recaudación descentralizada ha sido creciente en términos de UI. No se dispone aún del cierre del año 2020 y si bien, por la crisis provocada por la pandemia, es de esperar que en este caso la tendencia creciente no se mantenga, la información parcial referida al primer semestre, sugiere que la eventual caída no sería significativa. De hecho, CARE dispone de la información referida a la recaudación del SUCIVE que, como se sabe, representa una porción relevante del total de la recaudación descentralizada y la misma muestra para el año 2020, para la IC, una caída del 3,4 % respecto al año anterior. Los montos por este concepto fueron de unos UI 500 millones en 2019 (esto representó más del 53% del total de la recaudación descentralizada de ese año) y UI 483 millones en 2020.

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 2 se informan año a año los compromisos financieros asumidos hasta la fecha. Del mismo se desprende que el desembolso mayor deberá hacerse en el año 2022 con miles de UI 241.461; dicha cifra representa el 25,75 % de la cobranza descentralizada de 2019 y 13.3 % de los ingresos totales previstos para el año 2020 (Cuadro 7) y que se asume se mantiene para 2021. Una vez más se recuerda que las nuevas cifras presupuestales están en proceso de elaboración y se espera entren en vigencia en el último trimestre del corriente año.

Se concluye entonces que los fondos generados por la IC son más que suficientes para atender estas obligaciones, aunque las mismas 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 (trasladable a 2021) con las cesiones comprometidas para el año 2022, por ser la de mayor monto, y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto aún vigente. Ver cuadro siguiente.

⁸. Conversión realizada por CARE asumiendo una cotización promedio de 4,6988 (31/3/20)

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

| Concepto | 2020 |
|---------------------------|------------------|
| Ingresos totales de la IC | 1.810.993 |
| Cesiones totales año 2022 | 241.461 |
| Excedente | 1.569.532 |
| Rubro 0 año 2020 | 762.999 |
| Saldo disponible | 806.533 |

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede observar que, si a los ingresos totales estimados para la IC en el año 2020/2021 se le deducen las cesiones comprometidas a la totalidad de los fideicomisos, resta aún un remanente que más que duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0. Cabe agregar, además, que, como se desprende del Cuadro 2, los compromisos anuales a partir del año 2022, tomado como referencia, son decrecientes.

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, particularmente en 2020 tras la crisis sanitaria⁹, ningún analista pronostica una caída en el PBI, de la magnitud registrada en la última gran crisis. Por este motivo, a modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos del 5% real durante dos años consecutivos, el 2021 y el 2022. 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. En este caso, cabe recordar que ya ocurrió una caída de ese orden en 2020 por lo que el supuesto implicaría aceptar tres años consecutivos de caída significativa, algo que nadie espera. 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 | Excedente |
|------|----------------|--------------|---------|-----------|
| 2021 | 1.720.443 | 214.486 | 762.999 | 742.958 |
| 2022 | 1.720.443 | 241.461 | 762.999 | 715.983 |

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 otros dos ejercicios consecutivos (2021 y 2022), los recursos obtenidos, deducidas las cesiones comprometidas, serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y aún generar un remanente para atender otros compromisos.

⁹. Al momento de redactar este informe no se conoce aún la cifra exacta de caída del PBI para el año 2020 pero se estima oficialmente en 5,8%.

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

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

| Años | Total ingresos | Ret. Totales | Rubro 0 | Saldo |
|------|----------------|--------------|---------|---------|
| 2022 | 1.557.722 | 241.461 | 762.999 | 553.262 |

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Puede comprobarse que el análisis de suficiencia sigue siendo satisfactorio.

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.

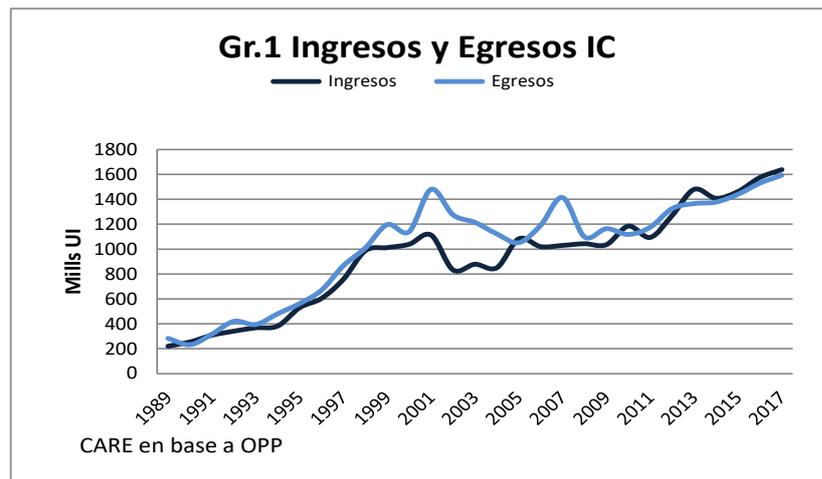
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC (por una mayoría de 26 ediles en 31) e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones 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 presupuestarios¹⁰, la administración actual (recientemente asumida) 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 relativamente menor respecto de la recaudación total. Por tanto

¹⁰. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

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.

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 10/2/21, con un índice de riesgo país de 132 puntos básicos, se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública.

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

| CUADRO 12 MACRO ENERO -FEB 2021 | | Proyecciones FMI - Revis. Enero 21 | | | | |
|--|------|------------------------------------|--------------------------|-------------|-------------|-------------|
| A Mundo (var. % c/ período previo) | | 2020 | 2021 | 2022 | | |
| PIB mundial (vol. físico) | | -3,5 | 5,5 | 4,2 | | |
| Estados Unidos | | -3,4 | 5,1 | 2,5 | | |
| PIB China | | 2,3 | 8,1 | 5,6 | | |
| PIB Brasil | | -4,5 | 3,6 | 2,6 | | |
| PIB Argentina | | -11,8 | 4,9 | 2,5 | | |
| Tasa interés Libor depósitos USD 6M | | 0,7 | 0,3 | 0,4 | | |
| Precios Commodities Alimenticios | | 8,7 | 12,8 | -1,5 | | |
| B Uruguay | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota) | -5,8 | 3,5 | 2,5 | 4,2 | 3,9 | |
| PiB (Mills USD) | 49,2 | 51,7 | 53,0 | 53,3 | 57,6 | |
| Exportaciones Bienes FOB (var % en USD) | -8,8 | 12,3 | 5,7 | 5 | 6 | |
| Importaciones bienes (CIF (var % en USD) sin Petroleo) | -3,9 | 5 | 2,8 | 4,2 | 4 | |
| Cuenta Corriente (en %/PIB) | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 3,2 | 4,8 | |
| Deuda Neta (% PIB) | 60,6 | 61,7 | 64 | 63,8 | 63,9 | |
| IPC (Cierre del año, var % con previo) | 9,5 | 6,9 | 5,8 | 4,7 | 3,7 | |
| T.C (\$/USD) | 43,7 | 46,9 | 49,2 | 51,8 | 53,4 | |
| Var % TC (Supuesto de trabajo) | 20,6 | 6,5 | 6,3 | 5,2 | 4,0 | |
| Población ocupada, var %) | -3,4 | 3,2 | 1,5 | 1,9 | 1,8 | |
| B*Resultado Global SP consolidado (sin "cincuentones") | -4,4 | -6,4 | -4,3 | -3,5 | -3,0 | -2,5 |
| C . Encuesta de Expectativas Privadas (BCU mensual) | | Real | EXP en ENERO 2021 | | | |
| | | 2020 | 2021 | 2022 | | |
| PIB (Var. Anual en vol físico) | | -5,5% | 3,0% | 2,5% | | |
| IPC (variación prom. anual) | | 9,4% | 7,4% | 7,0% | | |
| Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período) | | 42,3 | 45,3 | 47,9 | | |
| Devaluación estimada - var % c/período previo | | 12,80% | 7,1 | 5,7 | | |

Nota: En 8/2/2021 El MEF ajusto sus proyecciones de crecimiento y resultado fiscal en atención al efecto COVID. el ajuste de crecimiento del PIB para 2020 y 2021 son de -5,8% y -3,5% respectivamente; en lo que refiere al déficit fiscal de 2020 el ajuste fue de 6,0% a -6,4% del PIB.
Ftes. A. Outlook FMI Oct 20 Revis. Ene 2021 (Argentina BCRA) - B. Mensaje Proyecto de Ley Presupuesto 2020-2024 en oct 2020; B* Fiscal: MEF en 9-2-2021 ; C.Expectativas - Consenso BCU Enero 2021.

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que por el momento no se advierte, asociada a una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad; una merma de igual magnitud en la cobranza descentralizada; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

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 A y de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor¹¹.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹¹. **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 previsibles 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.**