CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A PARTIR DEL DENOMINADO "FIDEICOMISO FINANCIERO DE OBRAS DE RÍO NEGRO I"

Montevideo, marzo de 2021

Juncal 1437 of 106 / Tel (598) 2914 8866
Montevideo / Uruguay
www.care.com.uy / care@care.com.uy

4		RESUMEN GENERAL
6	I	INTRODUCCIÓN
10	II	LOS TITULOS DE DEUDA
12	III	LA ADMINISTRACION
15	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
19	V	EL ENTORNO
22	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DEL "FIDEICOMISO FINANCIERO DE OBRAS DE RÍO NEGRO I"
03 - marzo - 2021

Plazo:	hasta el 15 de febrero de 2030
Títulos representativos	de deuda escriturales de oferta pública por un monto total de UI 81.514.286.
Activo Fideicomitido:	Cesión de la Intendencia de Río Negro de la cobranza que le corresponde del SUCIVE.
Fiduciario y agente de pago:	República AFISA (RAFISA)
Fideicomitente:	Intendencia de Río Negro (IRN)
Amortización:	en 12 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI en cada mes de febrero posterior a la fecha de emisión. La primera venció en febrero de 2019 y la última lo hará en febrero de 2030.
Pago de intereses:	en los meses de febrero, junio y octubre de cada año posterior a la fecha de emisión.
Fecha de emisión:	13/6/18
Tasa:	8 % lineal anual en UI sobre saldos
Análisis Jurídico: Asesor Legal de CARE	(Dr. Leandro Rama)
Fiduciario:	República AFISA
Administración y pago:	República AFISA
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A(uy)
Vigencia:	30/11/21[1]
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Generadas por Intendencias Departamentales

[1] . La calificación puede variar en cualquier momento ante la aparición de hechos relevantes que lo ameriten

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero de Obras de Río Negro I" con la categoría A.uy de grado inversor.

El leve incremento en la nota se debe básicamente al hecho que el Fideicomiso ha cumplido con el objeto previsto.

El objeto de esta emisión, según se detalla en los antecedentes, consistió en la generación de recursos para poner a disposición de la IRN los dineros necesarios para cancelar determinados pasivos y continuar con la ejecución del plan de obras que se adjuntara como Anexo 1 en el Prospecto Informativo.

El repago de los títulos está respaldado con la parte de cobranza de tributos, provenientes del SUCIVE, que la IRN cede al fideicomiso por la suma equivalente a UI 176.500.000.

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como se informa en la calificación original.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada en función del diseño del instrumento aunque con las limitaciones propias del mercado de capitales uruguayo.

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza del SUCIVE correspondiente a la IRN.
- La cesión de tributos comprometida para el pago de los títulos de deuda de este fideicomiso representa un porcentaje del orden del 3,4 % de los ingresos totales de la INR y menos del 30 % de la recaudación del SUCIVE, respetando el tope establecido.
- El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones

Respecto del entorno y el riesgo político:

- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar negativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación ni aún ante el cambio de administración producido el 27/11/2020.
- El destino de la emisión es consistente con lo aprobado oportunamente por las autoridades competentes tal como se desprende del Informe de Análisis de Contingencias Jurídicas que se adjuntara como Anexo 1 de la calificación original.

- El objeto que motivó esta emisión ya fue cumplido en lo esencial.

- La crisis sanitaria desatada por el Covid 19 en el primer semestre del año 2020 no tuvo (ni se prevé lo tenga en el futuro inmediato) un impacto de una magnitud tal que no haya sido contemplado en el análisis de sensibilidad.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos por República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante República AFISA) por un monto total de hasta UI 86.723.810; realizada la emisión el 13/6/18 resultó ser de UI 81.514.286. Estos títulos se emitieron con el respaldo del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos por hasta la suma de UI 176.500.000 provenientes de los créditos que el Fideicomitente tiene derecho a recibir del Fideicomiso SUCIVE o quien lo suceda o sustituya.

Con el producido de la colocación de los Títulos el Fiduciario procedió a:

1. Integrar la suma de UI 19.000.000 para incorporarlos al patrimonio del fideicomiso en cumplimiento de la finalidad del mismo (obra pública)

2. Transferir los fondos remanentes al titular de los Títulos de Deuda de oferta privada como rescate al amparo de lo dispuesto en la cláusula 8.4 de la redacción original del Contrato de Fideicomiso y extinguiendo de pleno derecho los Títulos de Deuda de oferta privada. En consecuencia, el exceso de oferta por encima de la par aprovechó a FICG LLC (tenedora de los títulos de oferta privada).

Como forma de asegurar la efectiva extinción de los Títulos de Deuda de oferta privada, en forma previa a la emisión, FICG LLC ha entregado en custodia al Fiduciario tales títulos e instruido a este para que en forma irrevocable los extinga con los fondos provenientes de la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio[2].

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. "El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde"[3].

La presente es una emisión de oferta pública, y los títulos fueron emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003.

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

[3]. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas…." Punto 3

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 profesionales
necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve Folle y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe integró la calificación original como Anexo 1.

2. Antecedentes

- Con el objeto de ejecutar un determinado plan de obras públicas, se constituyó, por Contrato de Fideicomiso de fecha 10 de abril de 2015, el "Fideicomiso Financiero de Obras de Río Negro I" entre la IRN (Fideicomitente) y RAFISA (Fiduciaria). El plan de obras públicas a ser desarrolladas por la IRN, en el Departamento de Río Negro, por hasta la suma de USD11:400.000 (dólares estadounidenses once millones cuatrocientos mil) se encontraba descripto en el Anexo I del referido Contrato de Fideicomiso.

- Con esa finalidad, la Fiduciaria fue contratada por la Fideicomitente para emitir un programa de títulos de deuda de oferta privada, por hasta el monto de UI 95.000.000, con el respaldo de los créditos que la Intendencia de Río Negro tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE. En virtud de ello, la Intendencia cedió al fideicomiso créditos correspondientes a los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, por el cobro de los Ingresos Vehiculares y otros ingresos que recaude el SUCIVE, por hasta el monto de UI 176.500.000.

- En este escenario, la Fiduciaria procedió a emitir y colocar los títulos de deuda de oferta privada de acuerdo con los Términos y Condiciones del Programa de Emisión de Títulos de Oferta Privada establecidos en el Contrato de Fideicomiso. Dicho programa de emisión se realizó por hasta la suma de UI 95.000.000 (Unidades indexadas noventa y cinco millones) durante el plazo de 2 años, hasta completar la totalidad del monto.

- De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y la propuesta recibida por Jayland Assets Inc., el Fideicomiso procedió a colocar y emitir, en primer grado y en forma privada, a favor de Jayland Assets Inc. 3 (tres) Títulos de Deuda de Oferta Privada, cuyo detalle se incluye a continuación:

  Título de Deuda Nº 01/15 por UI 21.000.000 (Unidades Indexadas veintiún millones)
  Título de Deuda Nº 02/15 por UI 25.000.000 (Unidades Indexadas veinticinco millones)
  Título de Deuda Nº 03/16 por UI 30.000.000 (Unidades Indexadas treinta millones)

- De acuerdo a lo solicitado por el Fideicomitente y lo aceptado por Jayland Asset Inc. la integración de los fondos al Fideicomiso correspondiente con el Título N° 4 (UI 19 millones) se realizó con el producido de la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública. De haber sido insuficiente operaba un contrato de underwritting que no fue necesario por UI 19.000.000. En función del mismo, para el caso que no hubiesen existido ofertas de suscripción suficientes para los Títulos de Deuda de oferta pública, el Underwritter aseguraba al Fiduciario la integración de los fondos necesarios para completar el total de fondos previstos para la finalidad del Fideicomiso.

- Con fecha 15 de junio de 2017 Jayland Asset Inc. cedió sus derechos sobre los Títulos de Deuda de oferta privada a FICG LLC y en virtud de ello quedó colocado en su mismo lugar y con sus mismos derechos en el procedimiento de rescate de los Títulos de deuda de oferta privada.

- Adicionalmente, el Contrato de Fideicomiso contenía en la cláusula 8.4. el derecho a favor del titular de los títulos de deuda de oferta privada de solicitar el rescate de dichos títulos con los fondos provenientes de la emisión de Títulos de Deuda de oferta pública. A tales efectos, con fecha 25 de noviembre de 2016, habiéndose integrado el 75% del monto total y con el compromiso de asegurar en la forma establecida en el párrafo anterior el importe que restaba integrar sea por colocación directa en el mercado de los Títulos de Deuda de oferta pública o bien por uso del contrato de Underwritting, Jayland Asset Inc. hizo uso de la opción prevista en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso.

- En este marco, con fecha 29 de diciembre de 2016, la Junta Departamental de Río Negro otorgó la anuencia necesaria a los efectos de llevar adelante la modificación del Contrato de Fideicomiso a Oferta Pública, tal como lo establece el art. 273 de la Constitución y los artículos 19 y 20 de la Ley Orgánica Municipal 9.515 del 28/10/1935

- En función de lo establecido, se resolvió instruir a la Fiduciaria para que iniciara el procedimiento establecido por el Banco Central del Uruguay con el objetivo de modificar el Contrato de Fideicomiso. En función de eso, con los fondos que ingresaran por la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública se rescatarían y extinguirían los Títulos de Deuda de oferta privada. La Junta Departamental de Río Negro, nuevamente otorgó la anuencia necesaria a esta modificación.

- El plan de obras original, con un presupuesto de USD 11.4 millones, tenía principio de ejecución a la fecha de elaboración de este fideicomiso.

- Finalmente, se dispuso celebrar la modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero de oferta privada denominado “Fideicomiso Financiero Obras de Río Negro” entre la IRN y RAFISA según el texto aprobado por Resolución de la Junta Departamental de Río Negro No. 148/17 del 27/10/17 y cuya futura emisión de valores públicos es la que se califica.

- El 9 de febrero de 2018 se realizaron algunas modificaciones en el contrato de fideicomiso que no alteraron la calificación original. No obstante, CARE, con fecha 2/04/18 la actualizó, adjuntándose el informe a la misma como Anexo II.

- El 15/5/18 el BCU autorizó la emisión de títulos de deuda de oferta pública por UI 81.514.286 los que fueron emitidos el 13/6/18.

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 y plazo, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada al momento de esta calificación fue la siguiente

- Calificación original de este Fideicomiso realizada por CARE y actualizaciones posteriores.
- Información actualizada a diciembre de 2020 de la cobranza del SUCIVE correspondiente a la IRN
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/20[4]
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/20[5]

Hechos salientes

- En el año 2020 se hicieron pagos por participación (obras) por algo más de $ 40 millones. De esta forma puede decirse que ha cumplido con el objeto del Fideicomiso.
- 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 debería aprobarse en cada Junta Departamental 6 meses después de asumida la nueva administración, esto es al 27 de mayo de 2021. Discusiones mediante y de no mediar prórrogas implica que no entrará en vigencia sino hasta la segunda mitad del año 2021.

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

5. CARE debe recibir aún versión definitiva

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos escriturales representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos por el Fiduciario y un certificado de participación por el eventual remanente que tiene como beneficiario a la IRN que no se califica. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometido a partir de la cesión, por parte del Fideicomitente, de la recaudación a que tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE con el límite establecido en el contrato (30 % del total anual).

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

Títulos: Títulos escriturales representativos de deuda

Fideicomitente: Intendencia Departamental de Río Negro

Fiduciaria y Agente de Pago: República AFISA

Entidad Registrante y Representante: Bolsa de Valores de Montevideo SA

Underwritting: Gastón Bengochea y Cía. Corredor de Bolsa S.A.

Moneda: Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión.

Monto de la Emisión: UI 81.514.286

Fecha de emisión: 13/6/18

Interés: 8 % lineal anual en UI desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, calculada sobre saldos, año de 360 días y meses de 30 días.

Plazo: hasta febrero de 2030

Pago de intereses: Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagaderos en los meses de febrero, junio y octubre de cada año a partir de su fecha de emisión.

Amortización del capital: El capital de los Títulos de Deuda será amortizado en 12 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI en cada mes de febrero (día 15) posterior a su fecha de emisión. La primera venció en febrero de 2019 y la última lo hará en febrero de 2030.

Calificación de Riesgo: A.uy

2. Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos corresponde verificar la voluntad de las partes y sus respectivas obligaciones en los contratos, así como el juicio acerca de la legitimación de todas ellas para realizar los negocios que se señalan.

El análisis realizado por el asesor jurídico de CARE, verificó la naturaleza jurídica, la capacidad y legitimación de las partes en el contrato de fideicomiso; de los propios títulos de deuda; de la adecuación de las figuras creadas a la legislación sobre fideicomiso financiero y demás normas; de la forma como se vinculan todas esas figuras entre sí y con el Estado, etc. El análisis jurídico completo practicado por el Dr. Leandro Rama culmina diciendo:

"En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al proceso de emisión"

Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión del beneficiario constituye un atributo que el título tiene por como se lo ha diseñado más allá de las características del mercado uruguayo. *Riesgo bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

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 1: 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 2: 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 sólidos[6].

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[7]

Mediante contrato celebrado el 10/7/15 entre RAFISA y la IRN se constituyó el presente Fideicomiso. El BCU autorizó una emisión de UI 81.514.286 con fecha 15/5/18 la que se llevó a cabo el 13/6/18.

Con el producido de la emisión, el Fideicomiso canceló los saldos de los títulos 1, 2 y 3 de oferta privada por UI 62.514.286; de esta forma se cumplió con uno de sus objetivos centrales; en cuanto al financiamiento de obra pública, también se le puede considerar cumplido. En efecto, al cierre del período informado (31/12/20) se da cuenta de un desembolso de $ 40 millones en el año con lo que se llega a un acumulado del orden de USD11 millones (considerando la ejecución del plan de obras original desde el comienzo y que tenía un presupuesto de USD11.4 millones).

El estado de situación financiera al 31/12/20 se informa resumidamente en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles $)			
Concepto	**31-Dec-20**	**31-Dec-19**	**31-Dec-18**
Activo	**384.659**	**422.821**	**502.703**
Activo Corriente	74.329	111.361	188.547
Activo no Corriente	310.329	311.460	314.155
Pasivo	**331.947**	**333.326**	**335.708**
Pasivo Corriente	39.437	36.798	34.805
Pasivo no Corriente	292.510	296.529	300.903
Patrimonio	**52.712**	**89.495**	**166.995**
Pasivo y Patrimonio	**384.659**	**422.821**	**502.703**
Razón Corriente	**1,88**	**3,03**	**5,42**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En febrero de 2019 dio comienzo el período de amortización el que se viene cumpliendo normalmente, la última de las cuotas se pagó el pasado 15 de febrero.

6. 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.

7. En relación al mismo tema pero referido al Ficeicomiso; con la información disponible a la fecha de elaboración de los EE.CC, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros dado que el Fideicomiso mantiene un crédito correspondiente a la cesión de derechos de cobro provenientes del SUCIVE, los cuales se encuentran comprometidos para el repago de estos títulos.

En el cuadro siguiente se expone el cronograma de fondos a recibir y pagos a realizar por concepto de amortización e intereses hasta la cancelación de los títulos a partir del año 2021 (parcialmente cancelado).

Cuadro 4: Cronograma de fondos a recibir y pagos (miles UI)

año	a recibir	amortización	intereses	total pagos
2021	12.900		5.978	5.978
2022	12.600	6.793	5.434	12.227
2023	11.900	6.793	4.891	11.684
2024	11.500	6.793	4.347	11.140
2025	10.800	6.793	3.804	10.597
2026	10.200	6.793	3.260	10.053
2027	9.800	6.793	2.717	9.510
2028	9.400	6.793	2.174	8.967
2029	8.900	6.793	1.630	8.423
2030	7.500	6.793	1.087	7.880
Total	**105.500**	**61.137**	**35.322**	**96.459**

Fuente: CARE en base RAFISA
Nota: Intereses, 8 % anual s/ saldos, estimados por CARE

Los intereses se pagan en los meses de febrero, junio y octubre de cada año. En el cuadro precedente y al solo efecto informativo, CARE los estimó anualmente a razón de 8 % lineal anual sobre saldos por lo que dichos montos son aproximados. En el año 2021 y al momento de escribir este informe ya fueron cancelados los vencimientos correspondientes al mes de febrero.

Puede observarse de la sumatoria de amortización e intereses que los montos fideicomitidos son suficientes.

Riesgos considerados:

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. RAFISA recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza del Fideicomiso SUCIVE y que corresponde a la IRN y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Conforme surge del Contrato de Fideicomiso y las resoluciones de la Junta Departamental de Río Negro, el monto total cedido al fideicomiso no puede exceder el 30% anual de la recaudación que la IRN tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE.

De conformidad con lo establecido en la cláusula 6.2 en la redacción dada por la Modificación al Contrato de Fideicomiso, dicho tope fue fijado con relación a la recaudación efectivamente percibida en el año 2015 ajustada por la variación del IPC.

Asimismo, respecto de los créditos, la IRN declara que no existen sobre ellos ninguna obligación, carga, gravamen o vicio que limite o restrinja el ejercicio de los derechos incorporados en ella, no habiendo sido cedidos o prometidos en cesión a terceros o afectados por la Fideicomitente como garantía del pago de otras obligaciones a favor de terceros.

Tal declaración expresamente refiere a una previa afectación preferente a favor del Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración de Deudas de Intendencias por Alumbrado Público en garantía del Acuerdo de Reestructuración de Deuda suscrito el 23/12/13 por dicha Intendencia con la UTE por deudas por alumbrado público. Asimismo, se compromete a notificar a CARE ante cualquier nueva deuda que contraiga y que afecte los bienes fideicomitidos. A la fecha de esta actualización, ello no ha ocurrido.

Flujos a recibir y desembolsar por parte del fideicomiso

Los flujos a recibir y desembolsar una vez conocida la cifra emitida fueron recalculados y son los que se exponen en el Cuadro 4.

Se puede comprobar que las cesiones anuales son suficientes para atender los compromisos que demanda la cancelación de los títulos incluyendo los intereses. En efecto, el total de los ingresos a percibir, a la fecha, para lo que resta de vigencia del Fideicomiso de acuerdo al cuadro citado es de miles de UI 105.500, como mínimo, para hacer frente a la cancelación de los títulos (amortización e intereses) por un monto total de miles de UI 96.459 aproximadamente. La diferencia es suficiente para cubrir los gastos que demanda la administración del Fideicomiso[8] .

Suficiencia del SUCIVE

Interesa saber si la IRN está en condiciones de afrontar el compromiso de cesión de tributos a partir de la recaudación que le corresponde del SUCIVE.

En tal sentido se dispuso de la información referida a la recaudación anual hasta 2020 inclusive según se puede ver en el cuadro siguiente.

[8]. Ambas cifras incluyen la totalidad del año 2020 que se encuentra parcialmente cancelado

Cuadro 5: SUCIVE (miles UI)			
año	**total**	**30%**	**Variación %**
2016	56.223	16.867	
2017	58.649	17.595	4,31
2018	61.940	18.582	5,61
2019	63.909	19.173	3,18
2020	62.546	18.764	(2,13)

Fuente: CARE en base a RAFISA

Puede observarse que la recaudación de 2020, en UI, cayó levemente por primera vez desde que se implementó el SUCIVE. Una caída era esperable en virtud de la situación de crisis sanitaria; no obstante, en el caso de la IRN no fue muy significativa.

Pero la Junta Departamental autorizó a la IRN una cesión que no superara el 30 % del total anual por lo que la cifra relevante a estos efectos es la que figura en la columna encabezada con 30%.

Si se compara los compromisos de cesión de tributos asumidos por la IRN (columna a recibir del Cuadro 4) los mismos son decrecientes ya que la cuota de amortización de los títulos es fija por lo que los intereses calculados sobre saldos son cada vez menores. En consecuencia, el año de mayor compromiso es siempre el próximo, en este caso el año 2022 ya que el 2021 está parcialmente cancelado. El próximo año la IRN deberá ceder al fideicomiso, miles de UI 12.600. Como se puede comprobar, cifra sensiblemente menor al 30 % de la recaudación generada en 2020 (miles de UI 18.764) y a la que, presumiblemente, se alcanzará en años siguientes una vez que se haya superado la crisis sanitaria.

Nótese que el tope del 30 % opera en el total anual y no en los parciales por lo que nada obsta, eventualmente, a que la IRN en algún mes ceda una cifra superior mientras cumpla con el tope al final del año. Esto podría ocurrir porque, como se sabe, la recaudación no es uniforme.

Suficiencia del Presupuesto de la IRN

Es importante establecer lo que representa esta operación en el presupuesto total de la IRN. A estos efectos se tomó la información publicada en la web del Tribunal de Cuentas de la República en que dicho órgano se expide sobre el proyecto de presupuesto remitido por la intendencia y la Junta Departamental. Sin perjuicio de, eventualmente, algunos cambios posteriores se entiende es lo suficientemente representativa del presupuesto quinquenal, incluso aún faltándole el presupuesto de la Junta. En opinión del TCR el mismo fue preparado sobre bases razonables (Resolución 1431/16 del 3/5/16).

Las cifras se expresan en moneda nacional a valores de 2015 por lo que CARE a efectos de este análisis las convirtió a UI de modo de facilitar su comparación.

Cuadro 6: Presupuesto IDRN periodo 2016 - 2020 en miles de UI

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	**374.676**	**370.717**	**371.889**	**373.250**	**373.250**
Origen departamental	181.237	185.594	185.594	185.594	185.594
origen nacional	193.439	185.123	186.295	187.656	187.656
Egresos	**362.230**	**357.144**	**357.932**	**358.717**	**356.385**
Rubro 0	204.138	204.713	205.047	205.416	205.799
Bienes de consumo	37.134	37.155	36.893	36.933	36.934
Servicios no personales	47.637	46.636	46.641	46.647	46.652
Bienes de uso	41.476	36.628	38.303	38.813	36.231
Transferencias	8.768	10.061	10.063	10.064	10.066
Intereses y otros gastos deuda	4.938	4.115	3.292	3.292	3.292
Gastos no clasificados	194	32	32	32	32
Aplicaciones financieras	17.945	17.803	17.661	17.519	17.377

Fuente: CARE en base Res. 1431/16 del TCR del 3/5/16

De acuerdo al cuadro precedente los ingresos anuales presupuestados son algo superiores a las UI 370 millones. Cabe reiterar que, por lo explicado en otra sección de este informe, las elecciones departamentales debieron postergarse y, consecuentemente, lo mismo debió hacerse con la elaboración del nuevo presupuesto por lo que el año 2021 comenzó con la misma apertura presupuestal anterior.

Si tenemos en cuenta que la cesión restante mayor prevista es la del año 2022 con UI12.6 millones (Cuadro 4) eso representa para esos años un 3,4 %, una cifra relativamente menor.

Sensibilización

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

Si bien se reconoce un enlentecimiento en la economía del país, particularmente en 2020 tras la crisis sanitaria[9] , ningún analista pronostica una caída en el PBI, de la magnitud registrada en la crisis mencionada.

No obstante, a modo de sensibilización, se establece la eventualidad de un escenario de profunda crisis económica del tipo que vivió el país entre los años 2001 a 2002 en que la recaudación de los tributos municipales cayó un 14 % real (recaudación agregada de todas las Intendencias excepto la de Montevideo)[10] .

Adicionalmente y tal como se establece líneas arriba, la IRN informa que tiene cedido en calidad de garantía subsidiaria hasta un 10 % del SUCIVE a otro fideicomiso, creado para cancelar adeudos con la UTE por concepto de alumbrado público. Este fideicomiso tiene una fuente de financiación propia que, en caso de ser suficiente, no afecta los ingresos municipales. Es el caso de la IRN; en efecto, CARE también califica dicho fideicomiso y hasta la fecha ha constatado que nunca fue necesario que la IRN cediera parte de sus derechos al SUCIVE y nada hace suponer que esta situación vaya a cambiar. No obstante y como forma de estresar aún más este ejercicio de sensibilización, se considerará a estos efectos que efectivamente deberá

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%.

10. Cabe decir, además, que en dos años se normalizó la situación

afrontar las obligaciones de ese fideicomiso con recursos propios. La cuota comprometida es de miles UI 982 por año hasta el 2034.

Cuadro 7: Sensibilización (año 2020)

Concepto	miles UI
Ingresos totales abatidos 14%	320.995
Cesión este fideicomiso	(12.600)
Cesión fideicomiso UTE	(982)
Disponible	307.413
Rubro 0	205.799
Excedente	101.614

Fuente: CARE

El análisis de suficiencia en este caso consistió en abatir los ingresos presupuestales en 14 % (se recuerda que se inició el año 2021 con el mismo presupuesto anterior) y con el mismo debe afrontar los compromisos que surgen de ambos fideicomisos y el remanente debe cubrir, como mínimo, el Rubro 0 (sueldos). Se puede comprobar que el resultado es satisfactorio. Más aún, como lo fideicomitido es hasta un 30 % de la recaudación del SUCIVE, si esta cifra cayera en la misma proporción (14 %), la cifra obtenida, de acuerdo al Cuadro 5, para el año 2020 sería de miles de UI 16.137, superior al compromiso de miles de UI 12.600.

En consecuencia, se considera que la IRN no debería tener dificultades en generar y disponer los recursos comprometidos en esta operación.

Riesgos considerados

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

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

V. EL ENTORNO

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

Riesgos considerados

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

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

1. Por una parte podemos juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aún cambiando los gobiernos nacionales o municipales como en este caso.
2. Por otra parte 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. 0

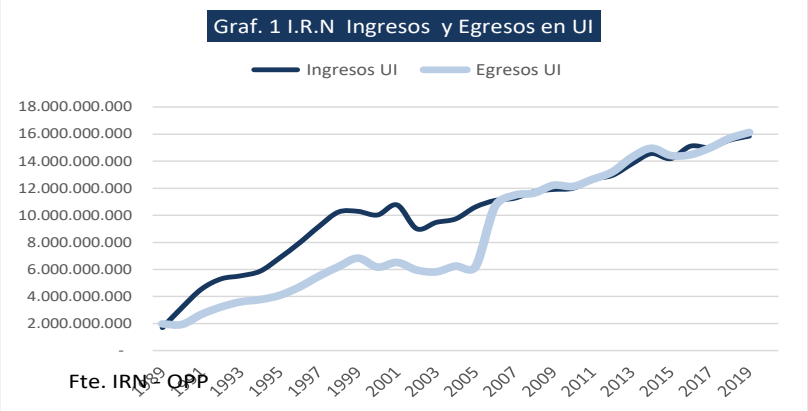
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IRN con anuencia de la JDRN e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado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

Con respecto a los temas presupuestarios[11] , el comportamiento de la administración actual (que asumió en noviembre 2020), 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 aun considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación fideicomitida se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual

[11]. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intendencias.

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



Fte. IRN- OPP

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 Uruguay 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 8 VARIABLES MACRO ECONOMICAS-FINANC. FEB 2021 Proyecciones FMI - Revis. FEB 2021					
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)	-3,5	4,3	2,5	4,2	3,9
PiB (Mills USD)	49,2	51,7	53,0	53,3	57,6
Exportaciones Bienes FOB (var % en USD)	-8,8	12,3	5,7	5	6
Importaciones bienes (CIF (var % en USD) sin Petroleo	-3,9	5	2,8	4,2	4
Cuenta Corriente (en %/PIB)	0,3	0,3	0,3	3,2	4,8
Deuda Neta (% PIB)	56,6	61,7	64	63,8	63,9
IPC (Cierre del año, var % con previo)	9,4	7,7	6,1	5,1	4
T.C ($/USD)	42,5	45,3	48,1	50,6	52,6
Var % TC (Supuesto de trabajo)	20,6	6,5	6,3	5,2	4,0
Poblac. Ocupada (Mills personas)	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
Población ocupada, var %)	-3,4	3,2	1,5	1,9	1,8
B*Resultado Global SP consolidado (sin "cincuentones")	***-6,4***	***-4,3***	***-3,5***	***-3,0***	***-2,5***
C. Encuesta de Expectativas Privadas (BCU mensual)		**EXP en Feb. 2021**			
	2020	**2021**	**2022**		
PIB (Var. Anual en vol físico)	-5,7%	3,0%	2,5%		
IPC (variación prom. anual)	9,4%	7,1%	6,8%		
Tipo de Cambio ($ por U$S -fin período)	42,3	44,8	47,2		
Devaluación estimada - var % c/período previo	12,80%	5,8	5,2		

Nota: En 8/2/2021 El MEF ajusto sus proyecciones de crecimiento y resultado fiscal en atención al efecto COVID. los ajustes de crecimiento del PIB para 2020 y 2021 fueron de -3,5% y + 4,3% respectivamente; en lo que refiere al déficit fiscal de 2020 l 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 Feb 2021.

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, tanto la propia como la proveniente de transferencias[12] , muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad (que recoge lo sucedido en la recesión de 2001 y 2002); una merma de igual magnitud en la cobranza fideicomitida; 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.

[12]. La información histórica permite afirmar que las transferencias del gobierno central se han reducido menos que la recaudación propia en momentos de crisis.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

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

Comité de Calificación

[13] . ***A (uy).*** Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables 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.***