

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A  
PARTIR DEL DENOMINADO  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
FONDO AGROALIMENTARIO”**

*Montevideo, marzo de 2022*

---

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

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE  
"FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO AGROALIMENTARIO"  
14 - marzo - 2022**

<b>Plazo de los títulos:</b>	20 años a contar desde la primera fecha de amortización de capital (febrero 2021).
<b>Títulos de Deuda:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por la suma de UI 240 millones de Valor Nominal
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Cesión de la Intendencia de Montevideo de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE).
<b>Emisor:</b>	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA)
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia Departamental de Montevideo (IM)
<b>Amortización:</b>	El capital de los TTDD se amortiza en cuotas bimensuales luego del período de integración. La IM se reserva el derecho de realizar cancelaciones anticipadas dentro de cada año.
<b>Pago de intereses:</b>	mensualmente durante el período de integración y luego en cuotas bi mensuales conjuntamente con la amortización de capital.
<b>Tasa:</b>	6% lineal anual.
<b>Fiduciario:</b>	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA)
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Entidad Registrante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve y Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30/11/22
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Generadas por Intendencias Departamentales

## Resumen General

***CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda de oferta pública emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Fondo Agroalimentario" manteniendo la categoría A.uy de grado inversor.***

La finalidad del Fideicomiso fue la obtención de fondos por parte de la IM para el financiamiento de parte del proyecto del Parque Agroalimentario de la Unidad Agroalimentaria Metropolitana (el Parque), declarado de interés nacional. A efectos de cumplir con dicha finalidad, el Fiduciario emitió Títulos de Deuda por UI 240 millones y se comprometió a llevar adelante las instrucciones necesarias a efectos de cumplir con tal finalidad, todo de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso.

El repago de los títulos se fundamenta en la cobranza de tributos del SUCIVE que transfiere la IM en forma bimensual (meses impares) a razón de hasta UI 3.7 millones por cuota hasta cancelar la totalidad de los títulos emitidos, los intereses y los fondos necesarios para cubrir otros gastos inherentes a esta operación.

Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

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

- El presente fideicomiso se realizó al amparo de la Ley 17.703 y por las razones que se desarrollaron en profundidad en el informe jurídico que acompañó la calificación original, *"el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos estructurales en el proceso de emisión"*
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

### **Respecto de la Administración:**

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos.
- Se destaca la creación de una Comisión Especial, órgano político con representación de la oposición que no integra la estructura administrativa pero con función de seguimiento de lo actuado, y la figura del Agente Certificador, un tercero independiente que tiene la función de contralor de las actuaciones en lo concerniente a la realización de la obra pública y a la contratación de la misma. La obra ya culminó y fue inaugurada en febrero de 2021.

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

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda (de éste y otro fideicomiso anterior, denominado Fondo Capital) representa, en términos anuales, un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (2,64 %) y aún de la cobranza que se cede, algo más del 9,5 % de la misma.
- Tampoco parece probable que un eventual escenario muy adverso (como el que atravesó el país en 2020 por la emergencia sanitaria aún vigente pero en vías de superarse), en lo económico pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de patente de rodados por debajo del nivel exigido por esta operación.
- Corroborando lo anterior, el severo análisis de sensibilidad practicado por CARE, reproduciendo la situación de ingresos de los años 2001/2003, dejando cubierto el Rubro 0 según su metodología, sigue siendo satisfactorio.
- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IM, tanto la propia como la de origen nacional.

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

- La votación lograda en la Junta, la intervención del Tribunal de Cuentas, así como la creación de estructuras de supervisión de amplia base política, permiten contemplar satisfactoriamente los aspectos del riesgo político que podrían afectar la situación de los compromisos asumidos en esta operación. Por otra parte, otras fortalezas de la naturaleza misma de la estructura colaboran en este sentido.
- No se advierten otros riesgos de este tipo que puedan afectar significativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación, que no estén debidamente contemplados. En particular se destacan los compromisos contractuales, que apuntan a brindar información relevante, tendientes a resguardar el rubro de retribuciones personales<sup>1</sup>.
- Adicionalmente, esta operación es una de las tres previstas con idéntica finalidad, obtener el financiamiento necesario para la construcción del Parque, las otras dos ya se han aprobado y contribuyeron a la realización de la obra ya culminada y en funcionamiento.

<sup>1</sup>. Cláusula 26, Contrato de Fideicomiso.

## 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 emitidos por REPUBLICA AFISA (en adelante RAFISA) en su calidad de Administradora Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Fondo Agroalimentario (FFFAG) por un monto total de UI 240.000.000. -Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos futuro que por concepto de cobro de tributos departamentales, comprendidos en el SUCIVE, es fideicomitado por la IM a RAFISA por hasta la suma necesaria para cubrir la cancelación de los títulos, los intereses comprometidos y todos los gastos inherentes a la implementación y administración de esta operación. Esta suma se integrará a razón de hasta UI 3.7 millones bimensuales a partir del mes de enero siguiente a la fecha de emisión más los fondos necesarios para cubrir los gastos del fideicomiso, por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y Gastos del Fideicomiso.

RAFISA integra este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por la suma ya indicada; el eventual remanente a la extinción del fideicomiso será transferido a la IM.

Los tributos a fideicomitar por parte de la IM son los derechos de crédito transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso, correspondientes a los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, por el cobro de los tributos de Patente de Rodados y otros ingresos que recaude el SUCIVE. Estos son los recursos cedidos al SUCIVE según Ley No. 18.860 del 28/12/11. La Cesión de Créditos incluye los pagos realizados bajo el contrato de Fideicomiso SUCIVE así como los eventuales contratos que se firmen en el futuro para la cobranza de los Ingresos Vehiculares de la IM hasta la concurrencia de todos los importes adeudados bajo el Contrato de Fideicomiso en los plazos y condiciones establecidos.

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

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

<sup>2</sup>. La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera

<sup>3</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores nominativos, indivisibles y pertenecerán en una primera instancia al beneficiario (los inversores) y fueron emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se amortizarán en un período de 20 años en 120 cuotas bimensuales iguales y consecutivas conjuntamente con los intereses. Esto comenzará a partir del mes de febrero siguiente a la última integración. La última emisión ocurrió el 5/3/20 por lo que el periodo de amortización comenzó en febrero de 2021.

El Fideicomitente tendrá la facultad de solicitar al Fiduciario rescate anticipado de la totalidad o parte de los títulos emitidos, según Prospecto. Esto es, hasta un máximo de UI 80 millones; esta facultad podrá ejercerse a partir del primer pago de capital e Intereses

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, y por Julio Preve y contó, en ocasión de la calificación original, con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó dicho documento como Anexo 1.

## 2. Antecedentes generales

El análisis detallado de los antecedentes formó parte del análisis de contingencias jurídicas el que se puede consultar en el Anexo 1 informe de calificación original<sup>4</sup>. Una síntesis de los mismos se expone a continuación.

- Por Decreto de la Junta Departamental de Montevideo N° 36.464 de fecha 28 de Setiembre de 2017, se creó el Fondo Agroalimentario con la finalidad de financiar, en parte, la construcción de las obras de infraestructura a cargo de la Unidad Agroalimentaria de Montevideo (UAM) para su proyecto de Parque Agroalimentario.
- El artículo 7 de este Decreto crea una Comisión Especial integrada por 7 ediles titulares, 4 de ellos pertenecientes a los partidos políticos con representación en la Junta que no hayan obtenido el cargo de Intendente. Este órgano tiene competencias de seguimiento y monitoreo de las obras a ejecutar por la UAM, el proyecto de urbanización a definir en los predios donde actualmente está emplazado el Mercado Modelo, informar en forma semestral al plenario de la Junta sobre la marcha de las obras así como realizar las observaciones que entiendan del caso.
- Dicho Fondo se financia con los ingresos obtenidos por la Intendencia provenientes del SUCIVE, por los montos anuales necesarios para realizar el repago de un capital de hasta UI 240.000.000 (Unidades Indexadas doscientos cuarenta millones) más intereses, gastos de estructuración y administración del financiamiento; y eventualmente con otros recursos aportados por la Intendencia.

<sup>4</sup> [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

- El Decreto habilitó a la Intendencia a constituir un Fideicomiso mediante el aporte de activos del Fondo.
- Con fecha 25 de diciembre de 2017, por Resolución N° 5817/17 el Intendente de Montevideo resuelve constituir el Fideicomiso Financiero y ceder al mismo activos del Fondo provenientes de la recaudación del SUCIVE.
- Con fecha 21/12/17 la Comisión de Seguimiento del SUCIVE - creada por art. 3 de la Ley 18.860 - otorgó el aval a la IM para afectar sus ingresos del sistema por hasta los importes comprometidos en la estructura, en consonancia con la resolución del Sr. Intendente y el decreto de la Junta Departamental de Montevideo antes referidos.
- En virtud de ello, las partes constituyen el Fideicomiso, mediante el cual el Fideicomitente cede créditos provenientes del Fondo Agroalimentario con el fin de que a través del mismo se emitan Títulos de Deuda a favor de los Titulares y con el producido de la emisión, el Fondo Agroalimentario financie en parte el proyecto del Parque Agroalimentario de la Unidad Alimentaria de Montevideo, de acuerdo a los términos y condiciones que se establecen en el Contrato de Fideicomiso.
- Las obras culminaron y en febrero 2021 el Parque fue inaugurado y se encuentra operativo. Según consta en Acta de Recepción Provisoria de obras de fecha 8/2/2021 *“Se deja constancia que la obra principal terminó el 28/11/2020 fecha desde la cual comenzó el proceso de recepción provisoria de la obra el cual ha finalizado a la fecha”*.

### 3. Objeto de la calificación e información analizada.

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

La información analizada en esta oportunidad incluye entre otros los siguientes documentos:

- Informe de calificación original y actualizaciones subsiguientes
- Informe de calificación y sus actualizaciones del “Fideicomiso Financiero Fondo Capital I”
- Informes de calificación de los fideicomisos de oferta privada: “Fideicomiso Financiero Para el Financiamiento del Parque Agroalimentario II” y “Fideicomiso Financiero Para el Financiamiento del Parque Agroalimentario de Montevideo”
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/21.
- EE CC del Fideicomiso al 31/12/21.
- Actualización de la recaudación del SUCIVE al mes de diciembre de 2021 inclusive.

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario adquiridos los beneficiarios, en oferta pública. Los bienes fideicomitados para el pago de dichos títulos están constituidos por flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de la recaudación correspondiente y necesaria de tributos municipales a los vehículos automotores. Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

<b>Títulos:</b>	Títulos de Deuda escriturales
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de Emisión:</b>	UI 240.000.000
<b>Interés:</b>	6% lineal anual en UI
<b>Plazo:</b>	Hasta 20 años a partir de la primera fecha de pago de capital. Esto será una vez terminado el periodo de integración hecho que ocurrió en marzo de 2020.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda serán cancelados en cuotas mensuales durante el período de integración y posteriormente en cuotas bimensuales conjuntamente con la amortización de capital.
<b>Amortización del capital:</b>	El capital comenzó a amortizarse luego de culminado el período de integración, en cuotas bimensuales por un período estimado en 20 años los meses impares. Esto es a partir de febrero de 2021. El Fideicomitente tiene la facultad de solicitar cancelación anticipada de los Títulos según términos que se establecerán en cada documento de emisión.
<b>Activo fideicomitado:</b>	Flujo de Fondos por hasta UI 3.7 millones bimensuales hasta alcanzar la suma necesaria para que el Fideicomiso cancele todas las obligaciones emergentes del Contrato. El flujo provendrá de los créditos presentes y futuros que la IMM tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE por concepto de los pagos que por tributos, precios y otros ingresos departamentales efectúen sus contribuyentes y clientes, independientemente de quién sea en el futuro el fiduciario administrador del SUCIVE.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA)
<b>Entidad Registrante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)
<b>Calificación de Riesgo:</b>	A.uy

## Análisis Jurídico

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

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó la calificación original como Anexo 1. En él se tuvieron en cuenta como antecedentes relevantes el contrato de Fideicomiso Financiero SUCIVE y la Adhesión de la Intendencia Departamental de Montevideo; el Dictamen de Tribunal de Cuentas de la República, el aval de la Comisión de Seguimiento del SUCIVE y los actos administrativos correspondientes.

El citado informe recorre las contingencias subjetivas referidas al fiduciario, al fideicomitente y a la formación de la voluntad departamental, y al SUCIVE. Y también las contingencias objetivas vinculadas al cumplimiento con el pago de los títulos, entre otras el mecanismo y condiciones de pago de las obras a desarrollarse en el llamado Parque Agroalimentario de Montevideo, las afectaciones previas sobre el mismo flujo de créditos departamentales, y las competencias de la Asamblea de Titulares.

De las consideraciones del informe se destaca al comienzo que:... *“puede adelantarse como concepto general que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores...”*.

Más adelante:

*...se constata la conformación válida y eficaz de la voluntad de los contrayentes para obligarse en este contrato...*

El informe de contingencias jurídicas culmina de la siguiente manera:

***“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, y no se advierten riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas 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. En función de los análisis realizados se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *casi nulo*.

**Riesgo por iliquidez.** Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *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. Su único accionista es el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU).

Según EE.CC al cierre intermedio del 30/6/2021 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 776.582. Esto supone un ligero incremento con respecto a diciembre del año anterior. 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.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-21</b>	<b>31-Dec-20</b>	<b>31-Dec-19</b>
<b>Activo</b>	<b>873.893</b>	<b>869.245</b>	<b>810.023</b>
Activo Corriente	183.462	199.937	224.515
Activo no Corriente	690.431	669.308	585.508
<b>Pasivo</b>	<b>97.311</b>	<b>95.385</b>	<b>107.260</b>
Pasivo Corriente	71.858	73.727	90.321
Pasivo no Corriente	25.453	21.658	16.940
<b>Patrimonio</b>	<b>776.582</b>	<b>773.859</b>	<b>702.762</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>873.893</b>	<b>869.245</b>	<b>810.023</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,55</b>	<b>2,71</b>	<b>2,49</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre del primer semestre de 2021, la firma sigue mostrando resultados positivos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a junio de 2021 y su comparativo con el mismo periodo del año anterior.

## Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30-Jun-21	30-Jun-20	31-Dec-20
Ingresos Operativos	191.786	157.884	291.254
Gastos de Adm y Ventas	(118.542)	(108.249)	(223.491)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>73.244</b>	<b>49.635</b>	<b>67.763</b>
Resultados Diversos	-	-	171
Resultados Financieros	7.702	32.812	78.752
IRAE	(17.297)	(15.394)	(30.869)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>63.649</b>	<b>67.052</b>	<b>115.817</b>
Otro resultado integral	74	74	279
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>63.723</b>	<b>67.127</b>	<b>116.096</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos<sup>5</sup>.

Al 30 de junio de 2021, 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<sup>6</sup>

El fideicomiso se constituyó mediante contrato entre RAFISA y la IM de fecha 23/3/18; El BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores el 24/8/18 (comunicación No. 2018/163).

La suscripción de valores se realizó el 20/9/18 por la totalidad autorizada, es decir UI 240 millones. Las emisiones se realizaron en menor tiempo del previsto. A marzo de 2020 ya se habían emitido la totalidad de los títulos autorizados por un valor de UI 240 millones todos ellos a una tasa de interés anual de 6 % lineal en UI y en las mismas condiciones de plazo, 20 años a partir del primer pago de amortización que, de acuerdo a la definición contractual, quedó fijado a partir de febrero de 2021.

Culminado el periodo de integración se determinó una cifra total por prima de emisión, generada en cada una de las emisiones, por UI 56.596.800 que quedaron afectadas a los fines del Fideicomiso, es decir, la disponibilidad para afectar al financiamiento del Parque fue del orden de UI 296.5 millones.

Un resumen del estado de situación del Fideicomiso al 31/12/21 se puede ver en el siguiente cuadro:

Concepto	31-Dec-21	31-Dec-20	31-Dec-19
<b>Activo</b>	<b>1.586.636</b>	<b>1.531.482</b>	<b>1.447.848</b>
Activo Corriente	123.486	121.771	115.204
Activo no Corriente	1.463.150	1.409.711	1.332.644
<b>Pasivo</b>	<b>1.441.492</b>	<b>1.395.714</b>	<b>1.013.788</b>
Pasivo Corriente	59.428	64.403	19.321
Pasivo no Corriente	1.382.064	1.331.310	994.466
<b>Patrimonio</b>	<b>145.144</b>	<b>135.769</b>	<b>434.062</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.586.636</b>	<b>1.531.482</b>	<b>1.447.850</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,08</b>	<b>1,89</b>	<b>5,96</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

<sup>5</sup>. 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.

<sup>6</sup>. En cuanto a la situación creada por el COVID 19, se estima que no tendrá un impacto significativo en los estados financieros del Fideicomiso puesto que el mismo mantiene sustancialmente un crédito correspondiente a la cesión de derechos de cobro por tributos que la IM tiene derecho a percibir y que representan una cifra menor de los mismos

El cronograma de fondos SUCIVE a percibir luego de cerrado el año 2021 y hasta el 2040 es de hasta UI 22.2 millones por año. Como se ha dicho, en febrero de 2021 comenzó la amortización de los TD's en cuotas bimensuales; al cierre del año se han abonado UI 22.56 millones de los cuales UI 8.8 correspondieron a amortización de capital y el resto al pago de intereses. En consecuencia, el saldo de TD's al 31 de diciembre de 2021 era de UI 231.2 millones. El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones.

### **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. Como queda referido el fiduciario recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza de patentes de vehículos y demás ingresos vehiculares de la IM y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda que se emitieron alcanzaron un total de UI 240.000.000. Los mismos se amortizarán en 120 cuotas bimestrales a partir de un año después de concluido el periodo de integración, lo que ocurrió en marzo de 2020 comenzando la amortización en febrero 2021. Hasta entonces, solo se pagaron intereses en forma mensual. Para hacer frente a estos compromisos, así como al objeto principal que es el pago de las obras, el Fideicomiso cuenta con el monto de la emisión y con la cesión de tributos provenientes del SUCIVE que corresponden a la IM.

Si bien el repago de los títulos no se vincula con la buena marcha de la construcción del Parque Agroalimentario, es importante destacar que fue creada una Comisión Especial integrada por 7 ediles titulares, 4 de ellos pertenecientes a los partidos políticos con representación en la Junta que no hayan obtenido el cargo de Intendente y que, además, está prevista la fuente de financiamiento complementaria a esta, que posibilite la culminación de la totalidad de la obra. Cosa que ya ocurrió.

### Análisis de Suficiencia

En este sentido, un aspecto a considerar es la afectación previa que existe sobre el mismo caudal de créditos. En efecto, la recaudación futura del SUCIVE que respalda esta operación, también respalda una operación anterior, análoga a ésta, aunque de mayor dimensión, el denominado "Fideicomiso Financiero Fondo Capital I" también calificado por CARE. Corresponde entonces realizar el análisis de suficiencia tomando en cuenta ambos compromisos asumidos por la IM.

En el cuadro siguiente se incluye un cronograma tentativo de pago de los títulos (amortización e intereses) de ambos fideicomisos en conjunto. Se supuso un escenario conservador en lo que refiere a las tasas a ser aplicadas en el caso del Fideicomiso Fondo Capital por cuanto aún rige el periodo de integración y eventualmente podría variar la tasa de interés; en cambio en lo que respecta a éste, al haber completado las emisiones, ya se conoce el cronograma de pagos.

El Fideicomiso anterior prevé una emisión máxima de UI 940 millones mientras que éste emitió UI 240 millones. La cesión de tributos para atender estas obligaciones fue de UI 18 millones bimensuales en el anterior mientras que en este es de UI 3.7 millones lo que hace un total de UI 21.7 millones bimensuales o UI 130.2 millones anuales.

**Cuadro 4: Cronograma de pagos máximo de ambos fideicomisos (miles de UI)**

año	capital	intereses	capital	intereses	total pagos	cesiones
2022	46.159	70.949	6.849	13.373	137.330	130.200
2023	36.915	68.061	7.260	12.962	125.198	130.200
2024	39.868	65.108	7.695	12.527	125.198	130.200
2025	43.058	61.918	8.157	12.065	125.198	130.200
2026	46.502	58.474	8.647	11.576	125.199	130.200
2027	50.222	54.754	9.165	11.057	125.198	130.200
2028	54.240	50.736	9.715	10.507	125.198	130.200
2029	58.579	46.397	10.298	9.924	125.198	130.200
2030	63.265	41.711	10.916	9.306	125.198	130.200
2031	68.326	36.650	11.571	8.651	125.198	130.200
2032	73.792	31.184	12.265	7.957	125.198	130.200
2033	79.695	25.281	13.001	7.221	125.198	130.200
2034	86.070	18.906	13.781	6.441	125.198	130.200
2035	92.955	12.021	14.608	5.614	125.198	130.200
2036	100.392	4.584	15.484	4.738	125.198	130.200
2037			16.414	3.808	20.222	22.200
2038			17.399	2.824	20.223	22.200
2039			18.443	1.780	20.223	22.200
2040			19.549	673	20.222	22.200
<b>Totales</b>	<b>940.000</b>	<b>646.734</b>	<b>231.219</b>	<b>153.004</b>	<b>1.970.993</b>	<b>2.041.800</b>

Fuente: CARE en base a RAFISA

**NOTA:** las dos primeras columnas corresponden al Fideicomiso Fondo Capital y las otras al Fideicomiso Fondo Alimentario

En el cuadro precedente se puede comprobar como las cesiones de tributos comprometidas son suficientes para cancelar las emisiones de ambos fideicomisos.

Habiendo comprobado la suficiencia de los tributos cedidos, interesa conocer cuanto representan estos compromisos respecto al total de la recaudación por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE) y aún respecto de la totalidad de los recursos de la IM.

En tal sentido, a continuación se expone en el cuadro siguiente, en forma resumida, las principales partidas del presupuesto de la IM expresadas en millones de UI.

**Cuadro 5: Presupuesto 2021 - 2025 a valores de diciembre 2020 (millones UI)**

Concepto	2021	2022	2023	2024	2025
INGRESOS	5.500	5.811	5.726	5.752	5.843
Recursos propios	4.795	4.929	5.050	5.075	5.117
Aportes Gobierno Central	503	519	517	514	514
Total recursos	5.297	5.448	5.566	5.589	5.631
Financiamiento externo	202	363	160	163	212
Egresos	5.102	5.232	5.244	5.248	5.277
Gastos de Funcionamiento	1.942	2.023	2.023	2.023	2.023
Retribuciones personales	2.434	2.467	2.480	2.484	2.513
Inversiones con fondos propios	585	601	601	601	601
Junta Departamental	140	140	140	140	140
Resultados antes de amortizaciones fin.	398	579	482	504	566
Amortizaciones financieras largo plazo (1)	180	181	174	177	180
Inversiones con financiamiento externo	202	363	160	163	212
Resultado final	15	34	149	163	173

**Nota:** la conversión a UI se hizo según cotización al 31/12/2020: 4,7846

Fuente: Sitio web de la IMM

Por otra parte, la recaudación del SUCIVE correspondiente a la IM se situó en 2021 en el orden de las UI 1.370 millones retomando la tendencia creciente como era de esperar luego de la caída registrada en el año 2020 ante la situación de crisis sanitaria que caracterizó dicho año; esto se puede apreciar en el cuadro siguiente.

**Cuadro 6: Recaudación SUCIVE (millones UI)**

Año	Monto	Incremento
2021	1.370	9%
2020	1.255	-6%
2019	1.335	2%
2018	1.312	6%
2017	1.235	11%
2016	1.109	9%
2015	1.013	19%
2014	849	15%
2013	739	

Fuente: Prospecto y RAFISA

En términos anuales, el compromiso máximo de tributos a fideicomitir (una vez se haya completado la totalidad de ambas emisiones) es de UI 130.2 millones. Esto representa 2,64 % de los recursos totales de la IM (sin considerar financiamiento externo) para el año 2022 y 9,5 % de la recaudación del SUCIVE del 2021.

Si bien la recaudación no se distribuye homogéneamente, los bimestres de menor recaudación representaron en el pasado año no menos del 9 % de la recaudación anual o sea, una cifra del orden de miles de UI 123 (bimestre marzo y abril) cifra muy superior al compromiso bimensual conjunto (UI 21.7 miles). La distribución mensual de la recaudación del SUCIVE registrada en el año 2021 se puede apreciar en el cuadro siguiente.

**Cuadro 7: Recaudación mensual Sucive 2021**

mes	millones UI	%
enero	683	50%
febrero	31	2%
marzo	97	7%
abril	24	2%
mayo	91	7%
junio	41	3%
julio	99	7%
agosto	38	3%
setiembre	95	7%
octubre	37	3%
noviembre	91	7%
diciembre	42	3%
<b>Total</b>	<b>1.370</b>	<b>100%</b>

Fuente: RAFISA

De acuerdo al cuadro precedente, queda claro asimismo que la IM no tendría inconveniente en hacer uso de la opción de cancelar la totalidad de su compromiso anual en el primer mes del año. En efecto, se ha dicho que el compromiso máximo derivado de ambas emisiones sería el orden de UI 130.2 millones, cifra muy inferior a lo recaudado en enero de 2021, UI 683 millones. La eventual cancelación anticipada, además, representaría una cifra menor por cuanto la IM se beneficiaría con un menor pago de intereses.

### Otras cesiones

Según cláusula 26 literal d del contrato de fideicomiso, la IMM se obliga a *"informar por escrito a la Calificadora de Riesgo y al Fiduciario respecto de los nuevos préstamos o financiamientos a los que accediere a cualquier título (mutuos, descuento de créditos, fideicomisos, etc.) dentro de los diez días hábiles subsiguientes a su obtención o constitución. En caso de que el Fiduciario tome conocimiento del incumplimiento de la presente obligación y que la calificación de riesgo resultante a partir de considerar esa nueva información financiera no correspondiere a grado inversor, el Fiduciario convocará a la Asamblea de Titulares, la que tendrá la facultad de resolver la caducidad anticipada de los Títulos de Deuda, en los términos previstos en la cláusula 24.5 precedente"*.

Al momento de redactar este informe, no se ha informado a CARE de ninguna otra operación de esta naturaleza.

En este concepto, no entra el fideicomiso privado al que se hace referencia en otra sección de este informe por cuanto tiene una fuente de repago externa a la IM.

### Sensibilización

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

A modo de sensibilización, se estableció la eventualidad de un escenario de crisis económica que implique una caída importante de la recaudación

En tal sentido, la información que obra en poder de CARE proporcionada por OPP, establece que en la crisis del 2001/2003 cayeron mucho más los ingresos de las intendencias en general, provenientes de fuentes locales, que las provenientes de origen nacional. En Montevideo el comportamiento fue diferente y parece lógico en tanto Montevideo se aparta sensiblemente del resto de las intendencias en cuanto a la estructura de sus recursos. Mientras que para el conjunto de las Intendencias del interior, los recursos propios representan, en promedio, el 67 % en Montevideo representa, de acuerdo a lo que se puede observar en el Cuadro 5, alrededor de 90 %.

La información anterior sugiere que con esta estructura podría ser diferente la sensibilidad a una eventual crisis en comparación con las demás intendencias. Si bien se reconoce un enlentecimiento en la economía del país, particularmente a partir de 2020 tras la crisis sanitaria<sup>7</sup>, la misma experimentó una recuperación en 2021 del orden del 4,5 % del PBI y ningún analista pronostica, al menos en el corto plazo, una caída de la magnitud registrada en la crisis mencionada.

No obstante, se simuló el efecto que podría tener una caída similar a la ocurrida en 2001/2003. Cabe recordar que en ese entonces, el PIB cayó en volumen físico en el 2001 y 2002 un 11,83 %. Por su parte la recaudación total de la IM cayó el 12,8 % real en un solo año (2002) y la propia un 10,6 %, según se puede observar en el cuadro siguiente.

**Cuadro 8: Evolución de ingresos de la IMM en períodos de crisis**

Concepto	2001	2002	2003
<b>Ingresos totales</b>	<b>3,40%</b>	<b>-12,80%</b>	<b>1,80%</b>
Transferencias Gobierno Nacional	24,90%	-40,30%	78,60%
Recursos de origen departamental	2,00%	-10,60%	-2,30%
<b>PBI (Índice Volumen Físico)</b>	<b>-3,78%</b>	<b>-7,76%</b>	<b>0,78%</b>

Fuente: OPP y BCU

Teniendo presente estos datos históricos cabe plantear dos escenarios de sensibilización: uno moderadamente crítico con una caída de la recaudación en moneda constante del 5 %, y otro escenario más severo con una caída del 10 % que reproduce lo ocurrido en 2002. Se toma este porcentaje referido a los recursos propios en razón de la volatilidad que para Montevideo registran las transferencias.

Los resultados, que demuestran que no hay riesgo de atender como mínimo las retribuciones personales (Rubro 0), se exponen en el cuadro siguiente.

**Cuadro 9: Sensibilidad, Ingresos abatidos 5% y 10 %**

Concepto (año 2022)	millones UI
Recursos totales abatidos (5 %)	5.175
Recursos totales abatidos (10 %)	4.903
Tributos cedidos	130
<b>Recursos disponibles esc. 1</b>	<b>5.045</b>
<b>Recursos disponibles esc. 2</b>	<b>4.773</b>
Retribuciones personales	2.467
<b>Excedente 1</b>	<b>2.578</b>
<b>Excedente 2</b>	<b>2.305</b>

Fuente: CARE en base presupuesto IM

<sup>7</sup> La caída de la economía para el año 2020 fue de 5,9 % del PBI.

Las cifras utilizadas corresponden a las establecidas en el presupuesto quinquenal (2021 – 2025) y en particular las correspondientes al año 2022.

En tributos cedidos se incluyen los UI 108 millones del FF Fondo Capital I y los UI 22.2 millones de esta operación.

Puede comprobarse que en un escenario como el descrito los recursos de la IMM serían más que suficientes para hacer frente a las obligaciones emergentes de este fideicomiso y del anterior sin que corra ningún riesgo el atender, además, los rubros personales y disponer aún de un excedente importante. Por otra parte, cabe recordar que uno de los escenarios considerados en cierta forma ya ocurrió en 2020 (caída de la recaudación del SUCIVE en 6 %) y no fue óbice para que la IM cumpliera con su obligación con el Fideicomiso.

### **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 IM y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos.

### Riesgos considerados

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

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

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

Conforme a lo dispuesto por el artículo 301.2 de la Constitución de la República el Decreto N° 36.464, del cual deriva toda esta operación, fue aprobado por 27 votos en 30 ediles y contó con la intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que proviene 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, el comportamiento de la administración actual 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 otra parte la conducta presupuestal histórica de la IM, no se ha caracterizado por ningún desorden manifiesto, tal como se aprecia en la gráfica siguiente.



Y aunque las transferencias desde el gobierno central, para el caso de esta intendencia son diferentes en proporción y relevancia a las de las intendencias del interior, tampoco a nivel nacional se pueden prever conductas presupuestales sin atención al equilibrio interno<sup>8</sup>.

Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento derivados de descuido de los equilibrios necesarios, menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación del SUCIVE 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 en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias, aún en hipótesis extremas, no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intendencias. Cabe agregar que el país contaba al 8/3/22, con un índice UBI<sup>9</sup> de 135, 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.

<sup>8</sup>. CARE dispone de estimaciones de correlaciones de media a altas entre evolución del PBI y la recaudación municipal en periodos largos, que no alteran las conclusiones del análisis.

<sup>9</sup>. El **UBI** - Uruguay Bond Index. Fue desarrollado en el marco del trabajo Spread Soberano: evidencia empírica del caso uruguayo (Diciembre 2001) [1] donde se investigaron los determinantes del riesgo país de Uruguay.

## CUADRO 10 EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS

Resumen con información al 16-02-2022				
	2021	2022	2023	
1 PIB Mundo	5,9	4,4	3,8	
2 PIB EEUU	5,6	4	2,6	
3 PIB CHINA	8,1	4,8	5,2	
4 PIB BRASIL	4,7	0,3	1,6	
5 Precios commodities	16,1	3,1	-1,9	
Uruguay Fiscal		Expectativas presupuestales		
	2021	2022	2023	2024
6 Resultado RSPGNF	-3,1	-3,5	-3	-2,5
Deuda Neta %PIB	61,7	64	63,8	
7		Verif.Expectativas BCU		
	2021	2022	2023	
8 PIB	4,2*	3,21	2,78	
9 IPC	8,0	7,01	6,6	
TC	43,6	46,4	48,5	

Fuentes y Observaciones:

1 a 5 FMI Outlook Enero 2022; 6 Resultado ajustado MEF sin Fideicomiso "Cincuentones"7 a 9 MEF set 2021 y BCU Encuesta enero 2022.\* En 16-2-22 el MEF adelantó que el PIB 2021 se ubicaría en 4.5% del PIB El 23/3/22 con la publicación de los resultados anuales se realizaron los ajustes de perspectivas hasta fin del período de la actual administración.

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé por ahora; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal, 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 del SUCIVE; 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 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<sup>10</sup>.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>10</sup> **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 previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **Grado de inversión con observaciones.**