

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO
REESTRUCTURACIÓN
DE PASIVOS DE CANELONES I”
Series 1 y 2**

Montevideo, marzo de 2018

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TÍTULOS DE DEUDA
11	III LA FIDUCIARIA
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
17	V EL ENTORNO
19	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de la Emisión de Títulos de Deuda serie 1 y 2 del
"Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos de Canelones I"
12-de marzo -2018**

Plazo:	Hasta el 5 de enero de 2027
Títulos emitidos:	títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto total para la Serie 1 del equivalente en UI a la fecha de emisión, de la conversión a pesos uruguayos de esa fecha de U\$S 25.984.000 (veinticinco millones novecientos ochenta y cuatro mil dólares) lo que resultó un monto de UI 224.730.000. Y para la serie 2 por un monto total del equivalente en UI a la fecha de emisión, de la conversión a pesos uruguayos de esa fecha de U\$S 6.202.000 (seis millones doscientos dos mil dólares) lo que resultó un monto de UI 49.470.000. Total: 274.200.000 UI.
Activo Fideicomitado:	Cesión de Jayland del crédito reestructurado conforme al Acuerdo firmado con la IC, su correspondiente complemento para la Serie 2, y garantía presupuestal.
Fiduciario	Emisor y Agente de Pago: República AFISA
Fideicomitente:	Jayland Asset Inc
Amortización Capital:	168 cuotas mensuales y consecutivas en UI.
Pago de intereses.	En 180 cuotas mensuales y consecutivas en UI para la Serie 1 y 168 para la Serie 2.
Tasa:	7.25% lineal anual en UI (Serie 1), y 9.5 % (Serie 2)
Garantía:	Fondos del Presupuesto Nacional de libre disponibilidad de la IC
Asesor Jurídico:	Herrera Profesionales Asociados.
Calificación de Riesgo:	Serie 1 A.uy ; Serie 2 A.uy
Entidad Registrante y Representante:	BVM.
Vigencia de la calificación:	hasta abril de 2019
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán
Manual:	Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha calificado nuevamente los títulos de deuda de la Serie 1 y 2 emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos de Canelones I" manteniendo la categoría A (uy) de grado inversor.

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos para reperfilarse, conforme a una estructura financiera adecuada, los pasivos de la Intendencia de Canelones, adquiridos por la empresa Jayland Assets Inc. conforme a un acuerdo de reestructuración de pasivos celebrado entre ésta y la IC.

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

Respecto de los títulos de deuda cabe volver a señalar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avala el informe jurídico anexo a la calificación original de la Serie 1. (puede consultarse en www.care.com.uy)
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable y acompañada también por la garantía complementaria y subsidiaria, compuesta por el porcentaje de fondos provenientes del Presupuesto Nacional que tiene derecho a percibir de libre disposición la IC.
- La liquidez adecuada de los títulos en función de su naturaleza aún teniendo presente las características del mercado de valores uruguayo.

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IC.
- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda sigue representando un porcentaje relativamente menor, tanto de la cobranza total, como de la cobranza descentralizada, aún teniendo en cuenta el orden de prelación de los pagos a realizar por quien administra toda la cobranza descentralizada, esto es el fiduciario, República AFISA, tal como se recoge en el prospecto.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Dado el nivel de aprobación recogido en su momento por representantes de todas las tendencias políticas (29 en 29), teniendo en cuenta la solución a la que se llegó eliminando un pasivo vencido y de muy difícil cancelación, - que permitió recuperar el crédito y la reputación de la IC- no parece posible imaginar un repudio a la solución alcanzada.

I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para recalificar los títulos representativos de deuda de oferta pública ya detallados, Serie 1 y 2, emitidos oportunamente por República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante República AFISA) por un monto total del equivalente en UI para la Serie 1 a la fecha de emisión, de la conversión a pesos uruguayos de esa fecha de U\$S 25.984.000 (veinticinco millones novecientos ochenta y cuatro mil dólares), equivalentes a la deuda reestructurada de la Intendencia de Canelones convertida a moneda nacional y expresada en UI. A la fecha de esa emisión el monto resultante fue de UI 224.730.000.

Posteriormente y también conforme al mismo Acuerdo de Reestructuración, se emitió la Serie 2 por un monto total del equivalente en UI a la fecha de emisión, de la conversión a pesos uruguayos de esa fecha de U\$S 6.202.000 (seis millones doscientos dos mil dólares, que comprenden U\$S 6.006.000 del acuerdo de reestructura más costos asociados) equivalentes a la nueva deuda reestructurada, según acuerdo complementario entre la IC y Jayland Assets INC¹, de la Intendencia de Canelones, convertida a moneda nacional y expresada en UI. Esta cifra surge del prospecto informativo presentado al BCU deduciendo del tope máximo aprobado lo emitido en la Serie 1. Constituye además el monto aprobado para la Serie 2 por el BCU en resolución de fecha 18 de octubre de 2012. Los títulos se emitieron con el respaldo del Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Canelones I. En definitiva con fecha 5 de noviembre de 2012 se emitieron Títulos de Deuda correspondientes a la Serie 2 por un monto total de UI 49.470.000.

Ambas series totalizan pues 274.200.000 UI; cuentan además con la garantía complementaria y subsidiaria, compuesta por el porcentaje de fondos provenientes del Presupuesto Nacional que tiene derecho a percibir de libre disposición la IC, que opera en caso de incumplimiento.

Esta recalificación da cumplimiento al artículo 69 de la Circular 2083 del BCU de fecha 31 de marzo de 2011, y al artículo 193 de la circular 2092 del BCU del 17 de agosto de 2011.

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 juicio².

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

¹. El acuerdo original fue firmado en ocasión de la emisión de la Serie 1 el 5 de diciembre de 2011

². Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

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 corresponde³.

Se trata de sendas emisiones de oferta pública, de títulos valores emitidos por República AFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizan en 15 años con un año de gracia para ambas series que venció el 29 de diciembre de 2012. El interés pactado es 7,25 % lineal anual en UI para la Serie 1 y 9,5 % para la Serie 2.

El comité de calificación estuvo integrado en este caso nuevamente por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve. CARE contrató con ocasión de la emisión de la Serie 1 el asesoramiento jurídico del estudio Herrera Profesionales Asociados. Dicho informe, aplica para el caso de la emisión de la Serie 2⁴.

2. Antecedentes generales

En el documento de calificación original así como en el de la calificación de la Serie 2 se describe todo el proceso de negociación de reestructura de pasivos de la IC que conduce a la emisión. Del mismo debe señalarse que culminó con la clausura y archivo de los procedimientos jurisdiccionales de los créditos reestructurados obteniéndose para la IC la extinción de la deuda original según notificó a CARE el estudio Olivera Abogados en nota del 3 de julio de 2012 para la Serie 1, y según nota del 7 de febrero de 2013 remitida a CARE por parte del mismo estudio para la Serie 2. Pueden consultarse asimismo en ese documento las sucesivas aprobaciones del Intendente, de la Junta Departamental por unanimidad de presentes, del Tribunal de Cuentas, del Ministerio Público, etc.

3. Objeto de la actualización de la calificación, información analizada

El objeto de la actualización es el juzgamiento del riesgo del o los beneficiarios, de recuperar el monto por el que adquirieron los títulos de deuda en las condiciones de interés, plazo, gracia, que se informan sucintamente en la Sección II; verificando además si han ocurrido hechos relevantes que pudieran hacer cambiar el juicio de la calificadora. Precisamente no se registran hechos que hagan cambiar la calificación. La información analizada incluyó oportunamente los acuerdos de reestructuración de pasivos, los documentos con las intervenciones de la Junta Departamental, del Intendente, etc., otros contratos accesorios al prospecto y sus addendas, notificación de extinción de las deudas reestructuradas con clausura de los expedientes respectivos, y esencialmente calificaciones originales y sus actualizaciones hasta ahora registradas.

En esta oportunidad se tuvo en cuenta además:

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE de éste y otros dos fideicomisos que tiene la IC con el objetivo de realizar obras.

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

⁴. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

- Calificación realizada por CARE del “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público” y de los “Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa” en sus dos versiones.
- EE.CC del Fideicomiso Financiero que nos ocupa al 31/12/17⁵
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/9/17.
- Actualización de la cobranza de tributos en forma descentralizada por parte de la IC

Otros compromisos

La IC ha realizado varias operaciones financieras por las cuales ha cedido parte de la cobranza futura de sus tributos por lo que parece pertinente llevar una relación de todas ellas. El orden de prelación lo determina el orden cronológico en que fueron implementadas. CARE, en tanto calificadora de algunas de ellas posee información proporcionada por República AFISA de aquellas que a la fecha se encuentran vigentes (entre paréntesis se informa el año de vencimiento)

- Costaplan (2033)
- Reintegro a la Intendencia de Montevideo (2020)
- FF Canelones I Series 1 y 2 (2026)
- Canelones II Serie 1 (2032)
- Canelones II Serie 2 (2033)
- UTE Alumbrado Público (2035); en esta operación, la cesión de tributos es en garantía subsidiaria.
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa (2036)
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa II (2036)
- Fideicomiso Financiero Canelones III (2037)

En el cuadro siguiente se informa el cronograma de compromisos de todas ellas, Se incluye el “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público” por el cual la IC cede también parte de su cobranza descentralizada. Dicha cesión es en carácter de garantía subsidiaria de una forma de pago que CARE, como calificador de ese fideicomiso, juzgó suficiente lo que hasta el momento se ha verificado en los hechos; en este caso, la cuota anual comprometida es de miles de UI 10.217.

⁵ . Versión aún sin auditar. Al contar CARE con el informe de auditoría, eventualmente podrían surgir comentarios adicionales

Cuadro 1 Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI)

año	Costaplan	IMM	Canelon I	Canelon II	Grinor I	Grinor II	UTE	Canelon III	Totales
2018	18.000	13.200	33.900	51.000	20.977		10.217	3.000	150.294
2019	18.000	13.200	33.720	50.000	20.977	17.849	10.217	43.800	207.763
2020	18.000	13.200	33.720	47.500	20.977	17.849	10.217	64.200	225.663
2021	18.000		33.720	47.500	20.977	17.849	10.217	64.200	212.463
2022	15.600		33.720	46.000	20.977	17.849	10.217	64.200	208.563
2023	15.600		33.720	44.000	20.977	17.849	10.217	64.200	206.563
2024	15.600		33.720	42.000	20.977	17.849	10.217	64.200	204.563
2025	15.600		32.520	40.500	20.977	17.849	10.217	64.200	201.863
2026	15.600		29.810	40.500	20.977	17.849	10.217	64.200	199.153
2027	15.600			38.500	20.977	17.849	10.217	64.200	167.343
2028	15.600			37.000	20.977	17.849	10.217	64.200	165.843
2029	15.600			36.500	20.977	17.849	10.217	64.200	165.343
2030	15.600			33.500	20.977	17.849	10.217	64.200	162.343
2031	15.600			31.500	20.977	17.849	10.217	64.200	160.343
2032	15.600			22.500	20.977	17.849	10.217	64.200	151.343
2033	11.700			7.000	20.977	17.849	10.217	64.200	131.943
2034					20.977	17.849	10.217	64.200	113.243
2035					20.977	17.849		64.200	103.026
2036					20.977	17.849		64.200	103.026
								21.400	21.400
Totales	255.300	39.600	298.550	615.500	398.563	321.282	173.689	1.159.600	3.262.084

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

El cuadro precedente fue elaborado por CARE en base a información proporcionada por RAFISA y EE.CC de fideicomisos calificados por CARE. En el caso del denominado Fideicomiso Financiero Canelones I (Reestructuración de Pasivos), se agrupó en una sola columna los vencimientos de las dos series emitidas.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

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

Un resumen de la descripción de los títulos se reitera y es la siguiente:

Títulos Serie

1 y 2: Títulos representativos de deuda escriturales.

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

Monto de Emisión: Total: 274.200.000 UI en ambas series.

Interés: 7,25% lineal anual para la Serie 1 y 9,5 % para la Serie 2 en Unidades Indexadas 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 el 5 de enero de 2027

Plazo de gracia: Culminado el 29 de diciembre de 2012.

Pago de intereses: Los intereses de los Títulos de Deuda se pagan en 180 cuotas mensuales y consecutivas en UI para la Serie 1 y 168 para la Serie 2 pagaderas a partir del mes siguiente a la emisión.

Amortización del capital: El capital de los Títulos de Deuda, para ambas series, está siendo amortizado en 168 cuotas mensuales, y consecutivas en UI. Se empezó a amortizar el 5/1/2013.

Fecha de Pago: El primer Día Hábil del mes siguiente a la finalización de cada mes. En caso de que alguna de las Fechas de Pago resulte ser un día no hábil, cada cuota deberá ser abonada en su defecto el primer día hábil siguiente a cada una de dichas fechas, aplicándose siempre la cotización de la UI del día del pago.

Garantía: Fondos del Presupuesto Nacional de libre disponibilidad de la IC de acuerdo con el porcentaje presupuestal otorgado para cada período.

Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo SRL

Calificación**de Riesgo:**

Serie 1: A (uy)

Serie 2: A (uy)

Registro:

Bolsa de Valores Montevideo

Cotización**bursátil:**

Los Títulos de Deuda cotizan en la Bolsa de Valores Montevideo.

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. No hay razón para modificar el concepto de que este riesgo es *casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos aún en forma privada ante cualquier eventualidad o decisión de los beneficiarios constituye un atributo favorable intrínseco al papel por como se lo ha diseñado, aún teniendo presente las características de escaso desarrollo de nuestro mercado de capitales que no asegura una rápida salida de los mismos. *Riesgo bajo*.

III. LA FIDUCIARIA

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

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

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

Según EE.CC intermedios al cierre del 30/9/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 549.195. Esto supone una disminución del orden del 1,5 % respecto al que tenía al 31/12/2016. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,71. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Sep-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Activo	618.745	636.880	714.204
Activo Corriente	211.077	219.778	457.830
Activo no Corriente	407.668	417.102	256.374
Pasivo	69.550	78.969	96.271
Pasivo Corriente	44.768	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.782	20.433	8.621
Patrimonio	549.195	557.910	617.932
Pasivo y Patrimonio	618.745	636.880	714.204
Razón Corriente	4,71	3,75	5,22

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una disminución en su facturación del orden del 16 % en el periodo cerrado a setiembre de 2017 respecto a igual período del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado ya que los gastos de administración y ventas se mantienen relativamente constantes. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a setiembre de 2017 y su comparativo con el mismo período de 2016 y el último ejercicio completo.

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

Concepto	30-Sep-17	30-Sep-16	31-Dec-16
Ingresos Operativos	197.194	234.357	307.513
Gastos de Adm y Ventas	(158.755)	(150.350)	(217.054)
Resultado Operativo	38.439	84.007	90.458
Resultados Diversos	339	3	84
Resultados Financieros	13.785	19.309	29.802
IRAE	(11.598)	(24.535)	(31.299)
Resultados del Ejercicio	40.965	78.785	89.044

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva y pese a la caída en los resultados, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de setiembre de 2017, 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

Finalizado el ejercicio 2017, el cronograma de montos a percibir y a pagar por parte del fideicomiso hasta su cancelación es el que se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Cronograma anual de retenciones y pagos (miles UI)

Año	Serie 1	Serie 2	Total	Pagos
2018	26.640	7.200	33.840	16.000
2019	26.640	7.200	33.840	16.000
2020	26.400	7.200	33.600	16.000
2021	26.400	7.200	33.600	16.000
2022	26.400	7.200	33.600	16.000
2023	26.400	7.200	33.600	16.000
2024	26.400	7.200	33.600	16.000
2025	26.400	6.000	32.400	16.000
2026	24.200	5.500	29.700	16.000
Totales	235.880	61.900	297.780	144.000

Fuente: CARE en base EE.CC Fideicomiso

En la columna de pagos se incluyen los compromisos de ambas series tanto por amortización como intereses ya que en ambos casos se estipuló el pago en cuotas mensuales iguales y consecutivas (amortización e intereses) lo que arroja la cantidad de (miles) de UI 12.799 al año para la Serie 1 y (miles) de UI 3.201 al año para la Serie 2. Se aprecia que los ingresos del Fideicomiso exceden con holgura las obligaciones derivadas de la cancelación de los títulos lo que a su vez permite afrontar sin inconvenientes los gastos inherentes a su administración.

Al 31/12/17 la situación patrimonial del fideicomiso se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Situación patrimonial del fideicomiso (miles \$)

Concepto	31-Dec-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Activo	885.744	902.922	895.814
Activo Corriente	142.428	134.443	125.237
Activo no Corriente	743.316	768.479	770.577
Pasivo	839.117	854.364	846.221
Pasivo Corriente	78.594	70.351	61.844
Pasivo no Corriente	760.523	784.013	784.377
Patrimonio	46.627	48.558	49.593
Pasivo y Patrimonio	885.744	902.922	895.814
Razón Corriente	1,81	1,91	2,03

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse en el cuadro precedente que el fideicomiso cuenta con una sólida posición de liquidez y solvencia.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa fiduciaria está autorizada desde el año 2004 por el Banco Central de Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. *Riesgo casi nulo.*

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

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

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

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 llamada cobranza descentralizada de la IC así como los fondos provenientes del Fideicomiso SUCIVE, que pertenecen a la IC, por concepto de Ingresos Vehiculares. Con el mismo y de acuerdo a la prelación correspondiente, paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda que se emitieron alcanzaron un total de UI 274.200.000 en dos series.

Relación de los compromisos asumidos por la IC y su presupuesto

A continuación se presenta una relación entre los ingresos totales estimados por la IC así como de la cobranza descentralizada para el período de repago de estos y otros títulos del 2017 en adelante. Se establece la relación entre las retenciones totales (incluida esta) con la totalidad de ingresos esperada y con la totalidad de cobranza descentralizada esperada, todo expresado en miles de UI.

Para ello se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal (2016/2020) actualmente vigente.

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

Cuadro 6: Presupuesto quinquenal (millones de UI)					
Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
Total Ingresos	1.607.979	1.704.806	1.719.007	1.767.421	1.810.993
Origen Departamental	1.120.937	1.204.532	1.194.849	1.222.283	1.256.818
Origen Nacional	487.041	500.274	524.158	545.138	554.175
Egresos Corrientes	1.562.147	1.600.555	1.571.184	1.560.533	1.555.692
Rubro 0	762.999	762.999	762.999	762.999	762.999
Los demás	799.148	837.556	808.185	797.534	792.693
Financiamiento pasivo	45.832	104.251	67.134	126.198	174.612
Financiamiento de obras	-	-	80.689	80.689	80.689
Saldo	0	(0)	(0)	(0)	(0)

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

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

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

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

Cuadro 7: cobranza descentralizada	
año	miles de UI
2013	566.605
2014	633.362
2015	729.740
2016	812.149
2017	825.537

Fuente: IC

Interesa realizar un análisis de suficiencia no ya para este fideicomiso en particular sino teniendo en cuenta todos ellos. En el Cuadro 1 se informan año a año los compromisos financieros asumidos; del mismo se desprende que el desembolso mayor debería hacerse en el año 2020 con miles de UI 225.663; dicha cifra representa 27 % de la cobranza descentralizada verificada en 2017 (Cuadro 7) y 12.5 % de los ingresos totales previstos para el año 2020 (Cuadro 6).

Se concluye entonces que los fondos generados por la IC son más que suficientes para atender estas obligaciones, aunque éstas representan una porción no despreciable de dichos ingresos. Es por eso que interesa realizar un análisis más amplio que involucre la totalidad de los ingresos de la IC y en particular, en qué medida podría afectar el cumplimiento del Rubro 0.

En tal sentido, se elaboró el cuadro siguiente en que se compara la totalidad de ingresos estimados de la IC para el año 2020, que como se refirió es el más severo, con las cesiones comprometidas y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto.

Cuadro 8: análisis de cobertura Rubro 0 (miles UI)	
Concepto	2020
Ingresos totales de la IC	1.810.993
Cesiones totales año 2020	225.663
Excedente	1.585.330
Rubro 0 año 2020	762.999
Saldo disponible	822.331

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede ver que, si a los ingresos totales estimados para la IC en el año 2020 se le deducen las cesiones comprometidas a la totalidad de los fideicomisos, resta aún un remanente que más que duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0 y quedaría un saldo disponible superior al 45 % de los ingresos para atender otras necesidades.

En definitiva, se desprende de lo anterior que la IC debería poder hacer frente a sus obligaciones esenciales sin mayores dificultades.

Análisis de sensibilidad

No obstante lo anterior y dada la superposición de compromisos que en este sentido ha asumido la IC, CARE consideró necesario analizar la eventualidad de una caída en los ingresos municipales producto de una eventual crisis que, en el corto plazo, no se visualiza.

En tal sentido, se toma como referencia la última gran crisis ocurrida en el país (años 2001 y 2002). En esos años, el PBI cayó un 11% mientras que la recaudación de las intendencias (todas ellas agrupadas con excepción de Montevideo) cayó un 14%.

Si bien se reconoce un enlentecimiento en la economía del país, ningún analista pronostica una caída en el PBI, al menos en el corto plazo. Por este motivo, a modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos del 5% real durante dos años consecutivos, el 2019 y el 2020. La elección de este periodo se basa en que la información disponible en CARE indica que luego de la crisis del 2001/2002, la recaudación se recuperó en dos años; además, se incluyó el año 2020 por ser el año en que los compromisos llegan a un máximo. El resultado se expresa en el cuadro siguiente.

Cuadro 9: Sensibilidad con ingresos abatidos 5 % (en miles de UI)

Años	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2017	1.704.806	149.294	762.999	792.513
2018	1.719.007	150.294	762.999	805.714
2019	1.679.050	207.763	762.999	708.288
2020	1.720.443	225.663	762.999	731.781

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Se puede comprobar que aún en el caso en que ocurriera una caída en los ingresos del 5 % durante dos ejercicios consecutivos (2019 y 2020), los recursos obtenidos, deducidas las cesiones comprometidas, serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y aún generar un remanente que, en el peor de los casos, es superior al 42 % de los ingresos.

Estresando aún más los flujos, en el cuadro siguiente se simula, hipotéticamente, la reiteración de la situación del año 2002 abatiendo los ingresos del 2020 en 14 %.

Cuadro 10: Sensibilidad con ingresos abatidos 14 % (en miles de UI)

Años	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Saldo
2020	1.557.722	225.663	762.999	569.060

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Puede comprobarse que el análisis de suficiencia sigue siendo positivo. Por otra parte, corresponde recordar que rige un orden de prelación en la cobranza de los fideicomisos según orden cronológico y que esta operación está en el 3er lugar de un total de ocho (Cuadro 1).

Riesgos considerados

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

Riesgo por descalce de monedas. Se trata de uno muy relevante, ya que introduce en la inversión el riesgo de las variaciones entre la moneda en la que se generan los activos financieros, y aquella a la que se contraen las deudas. En este caso ese riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación, y la recaudación municipal se realiza en pesos que se puede suponer confortablemente que también se ajustarán en 20 años según la inflación. *Riesgo casi nulo.*

V. EL ENTORNO

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

Riesgos considerados

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

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

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

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar. Además, la recomposición de la reputación de la IC respecto de acreedores que son importantes para la realización de obras futuras, o más bien las consecuencias de su eventual desconocimiento haría seguramente muy difícil la gestión municipal.

Con respecto a los temas presupuestarios, tanto la administración actual como lo que se puede colegir del comportamiento de las futuras, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación

descentralizada se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe bajo el título Análisis de Sensibilidad comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario demasiado crítico.

CUADRO 11 Proyecciones y expectativas

A Mundo (var. % c/ período previo)	2016	2017	2018	2019
PIB mundial (vol. físico)	3,2	3,7	3,9	3,9
PIB países desarrollados	1,7	2,3	2,3	2,2
PIB Brasil	-3,5	1,1	1,9	2,1
PIB Argentina	-2,3	2,5	3	3,1
Tasa depósitos en U\$S USA 6M %	1,1	1,5	2,3	3,4
B Uruguay				
PIB (var. % c/ período previo) Vol. físico	1,5	3,1	3,0	3,0
PIB en en Miles Mills USD	52.680	58.300	60.049	61.850
Exportaciones- Vol. Físico var.% c p. prev.-8,1		2	4,5	6,2
IPC (var. % c/ período previo)	8,1	8,4	7,3	6,7
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	-3,2	-0,3	8,4	6,4
IMS (var real anual)	1,6	2,7	1,5	1,9
Ocupación Var.% con período previo	-0,3	0,1	0,5	1,1
C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)				
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	-0,5	-0,4	0,4	0,9
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-3,9	-3,6	-2,9	-2,5
Deuda Bruta / PIB	63,0	60,4	62,9	62,8
D Expectativas Enc. Mensual BCU 2/2018				
	2017	2018		
PIB (Var. Anual en vol físico)	3,0%	3,3%		
Empleo (Var. % /año previo)		0,2%		
IPC (variación prom. anual)	7,1%	7,0%		
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)	28,7	30,7		
Devaluac año calendario	-0,2%	7,0%		
Resultado Global S. Público % PIB	-3,5%	-3,3%		

CARE en base a A: Update 1/2018 FMI para 2018 y 2019 WE Outlook- Act 5/3/2018; Arg Exp Enc BCRA 2-2018. Previas reales. - B y C: Res. Finales informados al 2/2018; Proyecciones 2019 y 2020 MEF /PE Mensaje presupuestal actualizados para las Ctas. Nacionales a inf. disponible al 5/2/2018 c/ act real TC e IPC 2017, BCU, En D: Encuesta Expectativas BCU 2/2018.

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, recientemente el país acaba de alcanzar el menor guarismo en muchos años de índice de riesgo país, 115 puntos básicos".

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad; una merma de igual magnitud en la cobranza descentralizada; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

En consecuencia el riesgo político, descompuesto en sus dos partes como se señaló, se considera casi nulo.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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 mantienen la calificación A uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor⁸.

p. Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁸ . CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos). Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. Grado de inversión con observaciones.