

Municipalidad de Río Cuarto

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	
Endeudamiento de Largo Plazo	BB+(arg)
Endeudamiento de Corto Plazo	B(arg)

Instrumentos de Deuda

Títulos Públicos de Deuda vto. 2019 por \$150 millones	BBB-(arg)
Programa Letras vto. 2017 (Serie XXXIV) por \$100 millones	B(arg) ¹
¹ calificación de corto plazo	

Perspectiva

Estable para calificaciones de largo plazo

Información Financiera

Municipalidad de Río Cuarto	31 Dic 2016	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	1.342,2	980,6
Deuda (\$ millones)	396,6	160,5
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	-0,1	-4,9
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	9,2	9,2
Deuda/ Balance Corriente (x)	-6,3	-2,9
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	0,0	-2,0
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	9,5	9,7
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	-9,7	-10,9
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	-41,2	-46,1

Analistas

Analista Principal

Diego Estrada
 Director Asociado
 +54 11 5235-8126
diego.estrada@fixscr.com

Analista Secundario

Cintia Defranceschi
 Director
 +54 11 5235-8143
cintia.defranceschi@fixscr.com

Responsable del Sector

Mauro Chiarini
 Director Senior
 +54 11 5235-8140
mauro.charini@fixscr.com

Detalle nueva emisión

Instrumento	Monto hasta VN\$	Vencimiento Final	Calificación	Perspectiva
Títulos Públicos de Deuda vto. 2020*	\$ 260.000.000	36 meses	BBB-(arg)	Estable

* Emisión dentro del Programa de Deuda aprobado en la Ordenanza N° 437/17 y el Decreto Municipal 1148/17 por hasta VN\$ 260 millones o su equivalente en otras monedas. El monto de denominación, pago de los servicios y capital será en dólares estadounidenses.

Nota: Las calificaciones son preliminares y no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el emisor. Estas calificaciones son provisionales y están sujetas a la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Factores relevantes de la calificación

Calificación TD: FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo, "Afiliada de Fitch Ratings" (en adelante FIX o Calificadora), confirmó las calificaciones vigentes de la Municipalidad de Río Cuarto (MRC) y asignó la calificación 'BBB-(arg)' con perspectiva estable a los Títulos de Deuda Pública vencimiento 2020 a emitirse en dólares estadounidenses por hasta un monto equivalente a \$ 260 millones (pesos). La moneda de pago de los servicios de deuda también será en dólares y el objetivo de la emisión es afrontar vencimientos de letras del tesoro y/o refinanciar pasivos financieros con vencimiento en diciembre de 2017 (cheques de pago diferido y adelantos de coparticipación). Los títulos a emitirse estarán garantizados con un fideicomiso en garantía y pago con recursos de coparticipación. La calificación pondera la fortaleza crediticia de la garantía en cuanto a los mecanismos de retención y pago y los niveles de cobertura de los servicios de los títulos; aunque siempre relacionada con la calidad crediticia inherente de la Municipalidad.

Deterioro en la capacidad de pago: la capacidad de pago de la MRC se presenta como ajustada y volátil. El registro de balances operativos débiles e incluso negativos motivó a un endeudamiento, que con un mercado orientado al corto plazo, resultó en un aumento en los servicios de deuda. Al tercer trimestre de 2017, la presión de los servicios de deuda sobre el ahorro operativo sigue siendo muy elevada. FIX entiende que, luego de la emisión del bono en diciembre de 2016, se mantuvo el problema de solvencia de la MRC al no mediar una recomposición del margen operativo, aunque sí logró cierto alivio en la liquidez y en los niveles de deuda flotante, aunque al tercer trimestre de 2017 se registra nuevamente un marcado deterioro.

Débil desempeño presupuestario y menor flexibilidad presupuestaria: se registraron balances operativos muy débiles y volátiles en el período 2012-2016. A pesar de su autonomía fiscal, la evolución de los ingresos no alcanzó el crecimiento inercial de los gastos en un contexto de fuertes presiones inflacionarias y salariales. En 2016, el ahorro operativo fue un ajustado -0,1%, frente al -4,9% en 2015. El presupuesto estima que en 2017 el ahorro operativo será del -2,1%, pero FIX, con datos al tercer trimestre, entiende que el resultado sería incluso más débil. Asimismo, la flexibilidad presupuestaria se ha reducido en los últimos años, en 2016 los gastos operativos representaban el 100,1% de los ingresos operativos y el presupuesto 2017 estima elevarlo al 102%.

Moderado nivel de endeudamiento: el peso relativo de la deuda en término de los ingresos corrientes es moderado, aunque sufrió un sensible incremento a lo largo del período 2013-2017. En 2016 representó un 29,5% comparado al 19,4% en el 2013. FIX prevé para el cierre 2017, y considerando la emisión de los TD Vto 2020, representaría aproximadamente un 36,7% de los ingresos corrientes proyectados para 2017.

Experiencia y acceso al mercado de capitales: la MRC cuenta con acceso al mercado de capitales, que reduce parcialmente el riesgo de refinanciación en el corto plazo.

Muy buena autonomía fiscal: los ingresos locales de la MRC representaron un 66,4% del total de los ingresos operativos en 2016. Desde octubre de 2016, la MRC registra el incremento de los fondos coparticipados por la Provincia de Córdoba en virtud del fallo que recompuso la retención del 15% de la masa coparticipada por parte de Nación. Estos recursos son de distribución automática y determinados por ley.

Importancia económica, política y académica: Río Cuarto es la segunda ciudad en importancia económica y política de la Provincia de Córdoba y se presenta como la capital alterna de la misma. Es sede de una de las tres universidades nacionales de la Provincia.

Sensibilidad de las calificaciones

Desempeño presupuestario, endeudamiento y refinanciación: una recomposición del margen operativo, en base a una mayor flexibilidad presupuestaria, que impacte en una mejor capacidad de pago de la MRC, podría derivar en una revisión a la suba de las calificaciones. Por el contrario, un mayor deterioro en el perfil financiero y/o un aumento del riesgo de refinanciación que derive en un importante crecimiento de la deuda flotante y/o de corto plazo podrían derivar en una acción a la baja en las calificaciones.

Garantía de los TD: un deterioro en los niveles de cobertura de los servicios de deuda de los títulos garantizados (TD voto 2019 y TD voto 2020) por cualquier causa, por ejemplo, reducción en la coparticipación disponible, devaluación del peso frente al dólar estadounidense mayor a lo estimado y/o emisión de nuevos títulos garantizados, entre otros, podría resultar en una baja de las calificaciones. Las calificaciones también podrían verse afectadas por restricciones para realizar el pago en dólares estadounidenses. Cambios en la calificación de la MRC podría impactar sobre la calificación de los TD en la misma dirección.

Resumen: fortalezas y debilidades

	Marco Institucional	Deuda y Liquidez	Desempeño Presupuestal	Gestión y Administración	Economía
Estatus	Estable	Debilidad	Debilidad	Estable	Neutral
Tendencia	Estable	Estable	Negativa	Estable	Neutral

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Importancia económica, política y académica.
- Muy buena autonomía fiscal.
- Mejora en la relación con el gobierno provincial a partir de la nueva administración municipal.
- Nivel moderado de endeudamiento.

Debilidades:

- Débil desempeño presupuestario.
- Elevada rigidez del gasto.
- Deterioro en la capacidad de pago y mayor dependencia de emisiones para solventar su gasto de operativo y refinanciar deuda.

Crterios Relacionados

Metodología de Calificación Finanzas Públicas registrada ante la Comisión Nacional de Valores

Marco institucional

Contexto nacional-provincial

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. Sin embargo, en las últimas décadas se produjo una importante descentralización de las responsabilidades del gasto en los gobiernos locales con una mayor centralización de la Nación en cuanto a la recaudación de los ingresos. Esto fue delineando un escenario de mayor dependencia de las provincias a los recursos de origen nacional, tanto para el financiamiento de gastos corrientes y de capital. La falta de una reforma de la Ley de Coparticipación y la necesidad de resolver problemas coyunturales provocaron sucesivas reformas adicionales a la Ley de Coparticipación que determinaron un sistema cada vez más complejo con un reparto de recursos Nación-Provincia en desmedro de los gobiernos locales.

Las finanzas provinciales consolidadas se han visto afectadas en los últimos años, por el aumento de la presión del gasto operativo en un contexto inflacionario y la desaceleración de la economía con impacto en la dinámica de los ingresos. Las cuentas provinciales fueron aún más presionadas por el incremento de las necesidades financieras, las decisiones discrecionales y en muchos casos no objetivas sobre las autorizaciones para la emisión y refinanciación de deuda y las condiciones de corto plazo y altas tasas del mercado de capitales local.

FIX opina que un cambio en el marco institucional entre Nación-Provincias es complejo para ser resuelto en el corto-mediano plazo; sin embargo, reconoce un cambio positivo en el entorno operativo entre el gobierno nacional y los gobiernos provinciales y municipales, que resulta en un mayor diálogo y coordinación para abordar las diferentes problemáticas estructurales con el fin de garantizar una mejora en la sustentabilidad y en el desempeño fiscal-financiero de los gobiernos sub-soberanos.

FIX considera que el tratamiento de estos temas estructurales, implicarán cambios profundos en materia de redistribución de recursos, responsabilidades del gasto entre Nación-Provincias y financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y la ley N° 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios, el proyecto de responsabilidad fiscal y una reforma tributaria.

Para un mayor detalle ver el comunicado de prensa: "[FIX \(afiliada de Fitch Ratings\) revisó la Perspectiva del Sector de Sub-Soberanos a Estable desde Negativa](#)" del 22 de julio de 2016 en www.fixscr.com.

Municipalidad de Río Cuarto

La Provincia de Córdoba se divide en 26 departamentos integrados a su vez por Municipios y comunas. Acorde a la Constitución provincial aquellos asentamientos con una población superior a los dos mil habitantes son considerados Municipios y aquellos que cuentan con una población inferior son considerados comunas.

La ciudad de Río Cuarto es la cabecera del departamento de Río Cuarto y sede de la Municipalidad. Acorde a lo estipulado en la Constitución de la Provincia de Córdoba y en la Carta Orgánica Municipal, Río Cuarto posee autonomía política, administrativa, económica, financiera e institucional.

El gobierno municipal de esta ciudad se compone de un Departamento Ejecutivo y un Concejo Deliberante. Los miembros del gobierno municipal son elegidos directamente por voto popular y duran cuatro años en sus funciones con la posibilidad de reelección inmediata por un período adicional; luego deberá esperar un mandato completo para poder postularse nuevamente.

Las Municipalidades de la Provincia de Córdoba tienen derecho a elaborar su propio presupuesto a fin de gobernar y administrar los intereses públicos locales. Las principales responsabilidades son la provisión de servicios locales básicos como ser alumbrado público, recolección de basura,

limpieza, pavimentación, entre otros y cada vez con mayor incidencia la planificación y ejecución de infraestructura pública. En el caso de Río Cuarto tiene a su cargo centros de salud y deportivos. Para financiar estos servicios, las Municipalidades tienen potestad de establecer, administrar y recolectar sus propios ingresos (tasas, impuestos y contribuciones). Por su parte, también tienen derecho a percibir ingresos tributarios, transferencias corrientes y otros aportes de parte de terceros (Provincia de Córdoba y Nación). El principal ingreso tributario que reciben las Municipalidades es la Coparticipación que distribuye la Provincia de Córdoba.

Acorde a la Ley provincial N°8.663, las Municipalidades de Córdoba participan con la Provincia de un esquema de redistribución de los recursos provinciales y nacionales, lo que otorga una mayor autonomía municipal al ser transferencias automáticas y periódicas establecidas dentro de un marco legal y normativo que no dependen de ningún tipo de discrecionalidad.

La masa coparticipable se compone de los impuestos sobre los ingresos brutos e inmobiliarios y de los ingresos coparticipables que percibe el gobierno provincial de parte del gobierno nacional. Este fondo coparticipable se distribuye en un 80% para la Provincia y un 20% para los Municipios y comunas. Este 20% es el porcentaje mínimo que le corresponde por Constitución provincial a los Municipios y comunas y se distribuye principalmente en función de la cantidad de habitantes. Los coeficientes de distribución son determinados por decreto del Poder Ejecutivo Provincial en base a información censal. Desde el año 2008, la MRC recibe el 4,2%.

Cabe mencionar, que en el mes de diciembre del 2015 la Provincia de Córdoba cuenta con un fallo favorable de la Corte Suprema, mediante el cual se interrumpe la retención del 15% sobre la masa coparticipable para atender el pago de las obligaciones provisionales nacionales y otros gastos operativos. El Poder Ejecutivo Provincial mediante la Ley Provincial N°10077 estableció que el incremento de estos recursos será afectado a la Caja de Jubilaciones, Pensiones y Retiros de Córdoba, hasta la concurrencia de los déficits que dicho organismo registra y de existir un remanente formará parte de los recursos que por ley se coparticipan con las Municipalidades y comunas de la Provincia de Córdoba. En ese marco, desde el mes de Octubre de 2016 la MRC está recibiendo dicho recurso de parte del gobierno provincial.

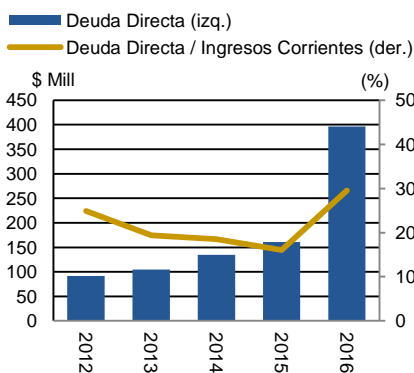
Por último, las Municipalidades de la Provincia de Córdoba pueden recurrir al endeudamiento público como otra fuente de financiamiento aunque el servicio de deuda no debe comprometer más de la quinta parte de los recursos del ejercicio.

Deuda, liquidez y contingencias

En el 2016 la deuda directa de la MRC ascendió a \$396,6 millones, un 147% superior al 2015. Al 30 de septiembre de 2017 se incrementó hasta \$469,3 millones producto de vencimientos de capital por \$157,5 millones en los primeros 9 meses del año y nuevas obligaciones por \$222,1 millones. Durante el transcurso del 2017, el Municipio emitió Títulos de Deuda Pública por \$43,9 millones para la cancelación de la deuda con la empresa Cotreco, asumió obligaciones con la Provincia de Córdoba por 54 millones bajo el Plan Lo Tengo, emitió Letras por \$ 100 millones con vencimiento en diciembre de 2017 y emitirá Títulos de Deuda Pública en dólares por hasta un monto equivalente a \$260 millones. FIX estima que el stock de deuda al cierre del 2017 será de \$661,9 millones registrándose un incremento interanual del 70%.

La ordenanza 437/17 autoriza a realizar operaciones de crédito durante 2017 por hasta \$443,2 millones y a emitir Letras del Tesoro por hasta \$100 millones cuyo vencimiento opere dentro del ejercicio. La nueva emisión, en dólares por hasta un monto equivalente a \$260 millones, fue autorizada por la ordenanza 437/16 que amplió el monto de endeudamiento autorizado de la Municipalidad desde \$180 millones (Ordenanza 137/16) a los actuales \$443,2 millones, quedando un saldo disponible para la emisión de \$262,8 millones. El decreto 1148/17 habilitó la posibilidad de la emisión de títulos de deuda por hasta \$260 millones o el equivalente en otras

Gráfico 1: Deuda de MRC



Fuente: Elaboración FIX sobre información MRC

monedas afectando como garantía para su pago recursos provenientes del Régimen de Coparticipación Provincial de Impuestos.

Al cierre del 2016, el peso relativo de la deuda en término de los ingresos corrientes, representó un 29,5% frente al 19,4% en el 2013 (ver Gráfico 1). Actualmente, asumiendo los \$ 260 millones adicionales que planea emitir la MRC, y la reducción de la deuda por el pago de obligaciones del último trimestres del año, FIX espera que este indicador alcance al cierre del 2017, el 36,7% de los ingresos corrientes presupuestados.

En el 2011 la Municipalidad reestructuró una deuda vieja con la Provincia de Córdoba a través del “Plan de Refinanciación de deudas que los Municipios y Comunas mantienen con la Provincia”, por lo que al cierre de dicho ejercicio el único acreedor de la Municipalidad era la Provincia, a su vez que el total de la deuda quedó pactada a tasa fija y denominada en pesos. El plazo de vencimiento de esta deuda es a 20 años con un período de gracia hasta diciembre de 2011, con una tasa del 4% nominal anual. Las cuotas son mensuales y pagaderas mediante retención automática de los recursos de coparticipación.

A partir del ejercicio 2011, la Municipalidad comienza a utilizar una nueva herramienta de financiamiento mediante la emisión de Letras del Tesoro en el mercado de capitales. Aquellas Letras cuyo vencimiento exceden el ejercicio fiscal se registran como endeudamiento público, por ello en los últimos años fue cambiando la composición de la deuda municipal a una posición no tan favorable en cuanto a acreedor, tasa y plazo. Las condiciones del mercado local determinaron una deuda de más corto plazo y a tasa variable. En diciembre de 2017 opera un vencimiento de letras por \$100 millones. Es un desafío para la administración lograr planes de endeudamiento a mayor plazo, que le permitan una mayor holgura financiera poder cubrir los fuertes desembolsos anteriormente mencionados.

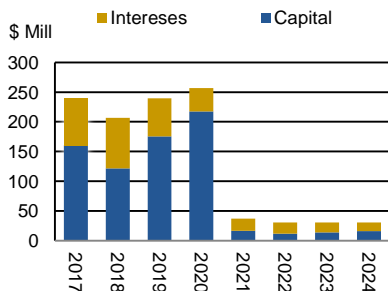
En línea con este objetivo, la MRC emitió en diciembre de 2016 bonos por \$150 millones a 36 meses y planea emitir nuevos títulos durante el transcurso del mes de noviembre de 2017 por hasta un valor nominal en dólares estadounidenses equivalentes \$260 millones en un plazo de 36 meses. El monto de denominación, pago de los servicios de deuda será en dólares estadounidenses. Los TD estarán garantizados con recursos de coparticipación con un fideicomiso en garantía y pago. La amortización de capital será en 3 cuotas a los 24, 30 y 36 meses a partir de la fecha de emisión, equivalentes al 25%, 25% y 50% del capital respectivamente. Estos requerimientos de mayor endeudamiento tienen el objetivo de la emisión es afrontar vencimientos de letras del tesoro y/o refinanciar pasivos financieros (ver Anexo 3).

En cuanto a la capacidad de pago, se observa un indicador de deuda directa respecto al balance operativo débil y muy volátil, similar a los últimos años, producto de un desempeño operativo muy ajustado e incluso negativo. Durante el año 2016, el servicio de la deuda totalizó \$124,2 millones (\$64,2 millones de interés y \$60 millones de capital), absorbiendo un 9,2% de los ingresos corrientes. La presión de los servicios de deuda sobre los ingresos corrientes se muestra en ascenso, ya que al 2012 requería sólo el 2,7% de estos. En 2017 los servicios de deuda insumirían \$240,3 millones (\$79,7 millones de interés y \$160,6 millones de capital), representando un 13,8% de los ingresos corrientes presupuestados para el 2017.

La MRC presenta un moderado nivel de apalancamiento, aunque un indicador de capacidad de pago ajustado. En este escenario los servicios de deuda presionan sobre las finanzas municipales, situación que podría modificarse si se logra una refinanciación de mayor plazo, objetivo que aún no se cumple con las condiciones de emisión planteadas para los Títulos Públicos de Deuda Vto 2020.

Liquidez

Gráfico 2: Cronograma de Deuda de MRC



Fuente: Elaboración FIX sobre información MRC

En los últimos años se observa un cambio en el manejo de la liquidez con mayor utilización de herramientas de financiamiento para el corto plazo de MRC. Desde el año 2012, se registró un descenso de los indicadores relativos de deuda flotante, dado que a partir del 2011 se incorpora un nuevo instrumento de financiamiento a través de la emisión de Letras del Tesoro.

Por otro lado, la colocación del bono por \$150 millones en diciembre del 2016 recompuso los niveles de liquidez a diciembre de 216, aunque al tercer trimestre de 2017 registra un marcado deterioro. Las disponibilidades representaron en diciembre de 2016 un 0,9x de los pasivos corrientes, mientras que al 30/09/2017 representan 0.4x. FIX entiende que para mejorar los niveles de liquidez no sólo se requerirá de una mejora en el desempeño fiscal-financiero sino también de un alivio en los vencimientos de deuda de corto plazo.

El nivel de deuda flotante se redujo sensiblemente durante 2016 (-23%). En el 2015, esta deuda representó 16,4% de los ingresos operativos y 51,1 días del gasto primario, mientras que en 2016 alcanzó el 9,1% y 30,1 días respectivamente. Al tercer trimestre del 2017, la deuda flotante evidencia un incremento del 88%, impulsada por los cheques de pago diferido (\$146,3 millones) y adelantos de coparticipación requeridos a la Provincia de Córdoba por \$47 millones.

Contingencias

La Municipalidad cuenta con dos entes desconcentrados, el Ente Municipal de Obras Sanitarias (EMOS) y el Instituto Municipal de la Vivienda (IMV). El impacto de estos entes sobre las finanzas de la Municipalidad se evalúa en el análisis de la Administración Central (AC). En el caso del EMOS los ingresos se registran en la AC y los gastos si bien los ejecuta el ente lo realiza con las transferencias que le hace la AC a través de gastos figurativos. En el caso del IMV no cuenta con asignación ni ejecución de partidas presupuestarias por el lado de los ingresos y todo aquel gasto lo realiza con transferencias de la AC también registradas bajo conceptos figurativos. Por ello, dentro del análisis de FIX se tiene en cuenta el peso de estos dos entes.

Adicionalmente, Río Cuarto cuenta con un ente descentralizado que hasta el año 2014 no consolidaba con la AC, denominado Ente Descentralizado de Control Municipal (EDECOM). Sin embargo, tampoco genera una contingencia a las cuentas municipales dado que es un ente superavitario.

Los gastos figurativos que registra presupuestariamente la MRC si bien representan en promedio un elevado 12,5% de ingresos operativos de la Municipalidad durante el período 2012-2016, FIX considera que es una contingencia manejable y predecible dado que es parte de la operatoria de la AC y este peso se ha mantenido relativamente estable en los últimos cinco años y fue ponderado en el análisis.

Por último cabe destacar que durante el año 2015 la MRC sufrió el impacto del acuerdo judicial con el concesionario privado de la recolección y tratamiento de residuos que no estaba previsto en el presupuesto 2015, lo que representó un gasto mensual adicional de \$ 3,7 millones. Este acuerdo venció en el mes de agosto de 2016 y la nueva gestión del municipal extendió el convenio hasta diciembre de 2016 y firmó una nueva licitación en el mes de mayo de 2017. Asimismo, el Municipio debió emitir \$43,9 millones en títulos que adjudicó a la empresa concesionaria (Cotrecó), debido a la falta de indexación de los contratos y reconocimiento de intereses punitivos generados desde enero de 2015 a diciembre de 2016.

Desempeño presupuestario

El sector público municipal de Río Cuarto consiste en la administración general (incluye la AC, EMOS, IMV y EDECOM) y las Fundaciones Deportiva, Maternidad, Cultura, Social y Desarrollo Local y Regional.

Los Anexos A y B incluyen sólo las cuentas de la Administración Central, mientras que la mayoría del resto de los organismos presentan sus presupuestos y ejecuciones de manera individual. Se analizaron los ejercicios fiscales de 2012-2016, parciales al tercer trimestre de 2017 y el presupuesto 2018. El presupuesto estima que en 2018 el ahorro corriente será del 0,5%, pero FIX, en base a supuestos más conservadores, entiende que el resultado podría ser más débil.

Ingresos operativos

La MRC cuenta con buena generación de recursos propios (tasas, impuestos y contribuciones) y una baja dependencia municipal de ingresos de origen provincial y nacional. Incluso estos últimos ingresos se explican casi exclusivamente por la coparticipación de impuestos, recursos de distribución automática, determinados por ley y que no se encuentran expuestos a ninguna discrecionalidad.

FIX pondera en su análisis la relativa autonomía con que cuenta la estructura de ingresos de la Municipalidad respecto a niveles superiores de gobierno. En el 2016, los ingresos locales representaron el 66,4% de los operativos, considerado elevado para el consolidado de emisores subnacionales calificados por FIX.

Los ingresos operativos de la MRC en el año 2016 aumentaron nominalmente un 36,9% respecto a 2015 y al tercer trimestre de 2017 los mismos se elevaron un 40,1% frente igual periodo de 2016. Esta variación de 2016 se explica por el crecimiento de los ingresos de origen municipal (33,1%) y por los ingresos de terceros (38,1%). El Municipio logró un adelanto de coparticipación de \$30 millones en 2016, que para el cierre del ejercicio se contabiliza como un préstamo a tasa cero con la Provincia. En los primeros tres trimestres de 2017, el crecimiento de los ingresos operativos se explica por el alza de los recursos propios (+34,5%) y de los terceros (+51,8%). El crecimiento de los ingresos coparticipados se incrementa un 56,6% interanual debido a la devolución que comenzó a recibir el Municipio a partir de octubre de 2016 por el Fallo de la Corte Suprema que resultó favorable a la Provincia de Córdoba. Hasta esa fecha, la Provincia no estaba coparticipando a los Municipios esta devolución por la promulgación de una Ley Provincial que estipulaba la prioridad de financiar el sistema previsional.

Dentro de la estructura de los ingresos locales, la MRC se caracteriza por contar con ciertos impuestos que se encuentran afectados en parte para priorizar el desarrollo de obra pública e infraestructura de la ciudad y el desarrollo social, como es el Fondo de Obras Públicas (FOP) y el Fondo de Desarrollo Institucional y Social (FODIS).

El FOP creado en el año 1992 se constituye actualmente por un monto adicional del 15% dentro de la contribución inmobiliaria, automotores, agua y cloacas, comercio e industria, energía eléctrica y gas natural. Inicialmente y hasta el año 2012 este fondo financiaba exclusivamente obra pública. A través de la ordenanza 1167/15 se establece que solo el 16% de lo recaudado por el FOP será destinado al financiamiento del Fondo Municipal de Vivienda (FO.MU.VI).

Gastos operativos

El gasto operativo de la MRC absorbió el 100,1% de los ingresos operativos del 2016, contra un 104,9% registrado en 2015. No obstante, el presupuesto 2017 estimaba elevar la rigidez presupuestaria, donde los gastos operativos representarían el 102,1% de los ingresos operativos. FIX entiende que este porcentaje podría ser incluso levemente mayor dadas las presiones salariales y a la nueva concesión del contrato de recolección de residuos firmado en mayo de 2017 que resultó un 20% superior al presupuestado en 2016. Al tercer trimestre del 2017, la rigidez presupuestaria alcanzó al 99,8% contra un 99,2% a igual período de 2016.

El gasto de personal representó en 2016 la mayor erogación de la Municipalidad siendo el 41,7% del gasto corriente, mientras que los servicios representaron un 31,6%. De acuerdo al

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016
– Contribuciones	467,1	618,9
– Tasas	4,5	4,6
– FOP ^a	65,7	92,9
– FOMIB	3,0	3,6
– FODIS	67,7	90,6
<i>Tributarios municipales</i>	<i>608,1</i>	<i>810,6</i>
<i>No tributarios</i>	<i>7,7</i>	<i>18,8</i>
<i>Rentas de propiedad^b</i>	<i>20,2</i>	<i>44,5</i>
<i>Otros Ingresos ctes</i>	<i>17,2</i>	<i>16,1</i>
<i>Tributarios terceros</i>	<i>324,6</i>	<i>429,3</i>
<i>Transferencias ctes</i>	<i>2,9</i>	<i>22,3</i>
Ingresos operativos	980,6	1.342,2

^a incluye FOP destinado exclusivamente a gastos corrientes / ^b incluye solo los intereses por pago fuera de término

Fuente: Municipalidad de Río Cuarto

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016
– Personal	445,8	587,1
– Servicios	370,0	444,1
– Bs de consumo	18,0	25,5
– Transferencias corrientes	96,7	130,1
– Otros gastos ctes	98,1	155,3
Gastos operativos^a	1.028,6	1.342,9

^a – no incluye intereses pagados.

Fuente: Municipalidad de Río Cuarto

Presupuesto 2017, se esperaba que el gasto corriente crezca a un menor ritmo del 26,4%, aunque FIX en base a supuestos más actualizados estima que el incremento será sensiblemente mayor (+37,8%). Al tercer trimestre del año los gastos corrientes evidencian un incremento interanual del 54,6%.

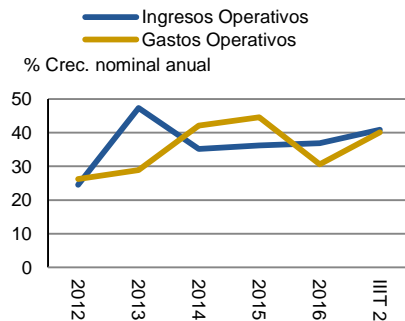
En el año 2016, el gasto operativo de la MRC aumentó un 30,6% respecto a 2015. El crecimiento nominal se explica por un aumento en servicios (20%), en bienes (41,6%) y en gasto de personal (31,7%). El aumento en personal se debió principalmente a la escalada de salarios provocada por el contexto inflacionario y durante el 2016 se acordó entre la MRC y los gremios una suba salarial del 40% en tres cuotas, 20% para el primer semestre, 10% en septiembre y 10% en diciembre. Asimismo en 2017, se efectuó un incremento del 12% en marzo y se reabrió nuevamente la negociación en septiembre.

Al tercer trimestre del 2017, el gasto en personal creció un 23,5% interanual y el gasto operativo un 40,9%. El incremento del gasto operativo fue impulsado por los servicios, que evidencian un crecimiento del 58,9%. En el caso del aumento en servicios, es sabido que uno de las mayores erogaciones de las Municipalidades suele corresponder a la recolección y tratamiento de residuos. La MRC terceriza el servicio en un concesionario privado bajo convenio sujeto a ajustes anuales en base a los costos de la empresa proveedora (Cotreco), siempre y cuando estos superen el umbral del 7% interanual. Asimismo, la Municipalidad asumió la obligación de hacer frente en el último trimestre del año, a pagos de indemnizaciones de los empleados de Cotreco por \$45 millones, lo que incrementará de manera sensible los gastos operativos.

Ahorro operativo e inversión

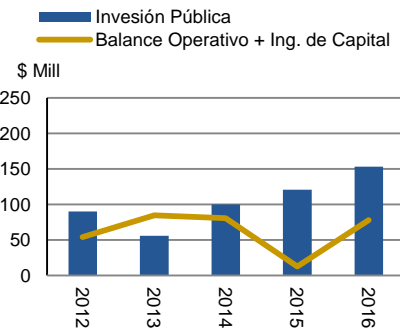
En el período 2012-2016, la MRC registró balances operativos débiles e incluso negativos en varios períodos, mostrando una importante volatilidad. En el año 2013 se revierte la tendencia negativa, alcanzando un margen operativo (balance operativo / ingresos operativo) positivo del 6% para luego volver a decaer a un 1,2% en el año 2014, alcanzar en 2015 un déficit del 4,9% y un equilibrio del -0,1% en 2016 (ver Gráfico 4). Para el año 2017, la MRC estima un déficit operativo del -1,3%, pero FIX estima que será sensiblemente mayor (-4,7%). Si bien al tercer trimestre del año, el margen operativo registrado es del 0,2%, FIX entiende se registraría un sensible incremento de gastos operativos en el último trimestre por concepto de indemnizaciones que deberá enfrentar la Municipalidad.

Gráfico 5: Ingresos y Gastos Operativos de MRC



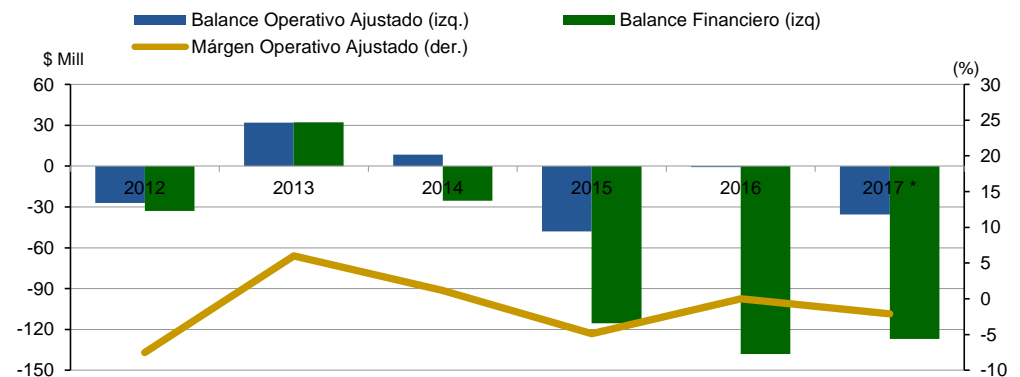
Fuente: Elaboración FIX sobre información MRC

Gráfica 6: Ahorro e Inversión de MRC



Fuente: Elaboración FIX sobre información MRC

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario de Río Cuarto



Fuente: Elaboración FIX sobre información MRC
 * - Presupuesto

A pesar que la MRC cuenta con una autonomía fiscal superior a la media de otros entes subnacionales calificados por FIX, la evolución estimada de los ingresos para 2017 no alcanzará el

crecimiento inercial que tendrán los gastos operativos en un contexto de fuertes presiones inflacionarias y salariales (ver Gráfico 5).

Durante los últimos años, la Municipalidad, al presentar débiles balances operativos y no contar con transferencias extraordinarias de Nación y/o Provincia tuvo que ajustar el nivel de obra pública: el gasto de capital versus el total del gasto neto de amortizaciones fue de 9,5% en 2016 frente al 9,7% de 2015. No obstante, Río Cuarto ejerce hace años una práctica de financiamiento de la obra pública y viviendas a través de la afectación de recursos propios que trata de darle continuidad en la ejecución y cierta flexibilidad para realizar ajustes. En el período analizado, se registran sucesivos déficits financieros (excepto 2013), financiados principalmente con mayor endeudamiento corriente o con la emisión de deuda de corto plazo (ver Gráfico 6).

Gestión y Administración

El actual intendente es el Sr. Juan Manuel Llamosas del Partido Justicialista. El Intendente Llamosas está ejerciendo su primer mandato, luego de ser electo en el mes de junio del 2016 y cuenta con mayoría en el Consejo Deliberante.

El actual intendente se encuentra alineado con las autoridades provinciales y presenta buen diálogo con el gobierno nacional. El apoyo del gobierno nacional se refleja con la firma de convenios para la construcción de una autovía como así también una planta de tratamiento de efluentes. FIX monitoreará el desarrollo de las políticas económicas y administrativas de la nueva gestión y su impacto en la disciplina fiscal.

Por último, la Municipalidad se caracteriza por tener información fiscal-financiera ordenada y completa que orienta el plan de gobierno en cada ejercicio anual y, a su vez, dicha información se publica en forma periódica en la página web lo que contribuye a la transparencia de la gestión. Para el ejercicio 2017 el presupuesto destinara \$24 millones, el 1% de los gastos totales al Programa de Presupuesto Participativo.

Perfil socio-económico

La ciudad de Río Cuarto es la segunda ciudad en importancia económica y política de la Provincia de Córdoba. Esta ciudad está localizada en el sur de la Provincia de Córdoba y en el límite noreste de la pampa húmeda argentina, una zona rica en actividad agrícola-ganadera. Cuenta con una ubicación estratégica por su conexión con importantes centros urbanos del país a través de rutas nacionales, lo cual estimula su economía regional.

Además de ser la capital alterna de la Provincia de Córdoba, en Río Cuarto se localiza una de las tres universidades nacionales de la Provincia, la Universidad Nacional de Río Cuarto (UNRC), lo que le aporta un gran dinamismo económico y social a la ciudad con la afluencia de una importante población flotante.

Población

Según el Censo 2010, Río Cuarto registró 158.296 habitantes lo que representa un 4,8% de la población provincial. El crecimiento demográfico de la ciudad respecto al Censo 2001 fue del 7,3 %, levemente inferior al 7,9% registrado a nivel provincial.

La población de la ciudad presenta un crecimiento del envejecimiento entre el censo 2010 y 2001 superior al registrado tanto a nivel provincial como nacional: la participación de personas mayores a 65 años fue del 12,5% en 2010 (versus 11,2% a nivel provincial y 10,2% a nivel nacional) comparado con el 11,9% en 2001 (versus 10,6% a nivel provincial y 9,9% a nivel nacional). De continuar esta tendencia positiva podría redundar en mayores gastos sociales por mayor cobertura en sanidad y asistencia social en los próximos años.

Economía

La economía de Río Cuarto aporta aproximadamente el 7,2% del Producto Bruto Geográfico (PGB) de la Provincia de Córdoba y se ubica como la segunda ciudad en importancia económica de dicha Provincia. En el año 2013 (último dato disponible) el PBG de la ciudad ascendió a \$ 14.255 millones de pesos corrientes registrando un crecimiento promedio anual en la última década del 20,3%, levemente por debajo de la variación del PBG provincial (20,8%).

Río Cuarto al situarse en una importante zona agrícola-ganadera, la fuente de ingresos de la ciudad está fuertemente vinculada con la actividad primaria que representa aproximadamente un 17,6% del PBG. No obstante, la estructura productiva de Río Cuarto se compone principalmente de las actividades comerciales, de servicios, financieras e inmobiliarias con una participación del 68,4%.

El sector industrial tiene una participación relativamente baja en la economía de la ciudad equivalente al 5,6%. Es un desafío para la Municipalidad lograr un mayor desarrollo industrial que le permita lograr un mejor equilibrio con la actividad del sector primario. Las principales ramas industriales están relacionadas con la actividad agropecuaria, siendo la producción de alimentos y bebidas la principal.

Respecto al sector construcción, si bien la participación relativa es baja del 6%, es uno de los sectores que genera un importante derrame en la economía local, principalmente por la fuerte demanda de mano de obra.

Desempleo y Pobreza.

Se observa una desmejora en el nivel de actividad que se tradujo en una baja de los niveles de desocupación que alcanzaron para junio de 2017 el 6,9% mientras que para el total de aglomerados urbanos relevados era del 8,7% según la última publicación oficial.

Asimismo, el indicador de pobreza registró un nivel del 27,8% al primer semestre de 2017, mientras que para el total de los aglomerados urbanos relevados alcanzó al 28,6%. El nivel de indigencia registró un 5,5% contra un consolidado nacional del 6,2%.

Anexo A

Municipalidad de Río Cuarto

Administración Central

S Millones	2012	2013	2014	2015	2016	IIT2016	IIT2017
Tributarios (inc. contribuciones, tasas, FOP para gastos corrientes y coparticipación) ^a	351,5	516,1	698,3	952,8	1.284,4	917,5	1.293,0
Transferencias Corrientes	1,1	1,6	0,9	2,9	22,3	12,2	22,0
No Tributarios y Otros Ingresos Operativos ^b	8,7	14,7	20,5	24,9	35,4	24,4	21,4
Ingresos Operativos	361,3	532,4	719,7	980,6	1.342,2	954,2	1.336,4
Gastos Operativos ^c	-388,4	-500,5	-711,3	-1.028,6	-1.342,9	-946,2	-1.333,1
Balance Operativo	-27,1	31,9	8,3	-48,0	-0,7	8,0	3,3
Intereses Cobrados ^d	6,5	7,4	8,9	16,9	1,7	1,7	2,7
Intereses Pagados	-3,5	-4,0	-14,9	-24,6	-64,2	-44,9	-199,0
Balance Corriente	-24,1	35,3	2,3	-55,7	-63,2	-35,1	-193,0
Ingresos de Capital ^e	81,3	52,9	72,5	60,9	78,6	58,3	72,1
Gastos de Capital	-90,2	-55,9	-100,1	-120,7	-153,4	-122,4	-206,9
<i>Balance de Capital</i>	<i>-8,9</i>	<i>-3,0</i>	<i>-27,6</i>	<i>-59,9</i>	<i>-74,9</i>	<i>-64,0</i>	<i>-134,8</i>
Balance Financiero	-33,0	32,3	-25,3	-115,5	-138,1	-99,1	-327,8
Disposición de Nueva Deuda	15,9	25,0	61,9	92,4	302,2	134,1	128,8
Amortización de Deuda	-6,5	-12,5	-32,3	-66,8	-60,0	0,0	-152,7
<i>Movimiento Neto de Deuda</i>	<i>9,4</i>	<i>12,5</i>	<i>29,6</i>	<i>25,6</i>	<i>242,2</i>	<i>134,1</i>	<i>-23,8</i>
Resultado Final	-23,6	44,8	4,2	-90,0	104,1	34,9	-351,6
DEUDA							
Corto Plazo	10,0	23,9	60,0	30,0	100,0	100,0	100,0
Largo Plazo	81,5	80,8	74,7	130,5	296,6	145,8	369,3
Deuda Directa	91,5	104,7	134,7	160,5	396,6	245,8	469,3
+ Otra deuda clasificada por FIX	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	91,5	104,7	134,7	160,5	396,6	245,8	469,3
- Liquidez	8,9	21,7	36,3	13,4	117,2	29,3	95,0
Riesgo Directo Neto	82,6	83,0	98,3	147,1	279,4	216,5	374,3
Garantías y Otros Pasivos Contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Directa Neta (Entes Públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Neto Total	82,6	83,0	98,3	147,1	279,4	216,5	374,3
Notas de Deuda Directa:							
% en moneda extranjera	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% Bonos	10,9	22,8	44,5	56,1	70,6	59,0	62,0
% Tasa de Interés Fija	100,0	77,2	55,5	81,3	74,8	59,3	78,7

^a incluye intereses cobrados por pago fuera de término que están incluidos en las boletas de pago

^b incluye ingresos figurativos

^c incluye gastos figurativos

^e incluye FOP destinado exclusivamente a obra pública y plan de viviendas. En el período 2010-2012, el 100% del FOP se imputa en ingresos de capital, entre el 2013-2014 un 50% obligatorio por ordenanza municipal y a partir del 2015 solo un 16%.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Municipalidad de Río Cuarto

Anexo B

Municipalidad de Río Cuarto

Administración Central

	2012	2013	2014	2015	2016	IIIT2016	IIIT2017
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance Operativo/Ingresos Operativos (%)	-7,5	6,0	1,2	-4,9	-0,1	0,8	0,2
Balance Corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	-6,5	6,5	0,3	-5,6	-4,7	-3,7	-14,4
Balance Financiero /Ingresos Totales ^b (%)	-7,3	5,4	-3,2	-10,9	-9,7	-9,8	-23,2
Resultado Final /Ingresos Totales (%)	-5,3	7,5	0,5	-8,5	7,3	3,4	-24,9
Balance Financiero /PBG (%)	-0,3	0,2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crecimiento de Ingresos Operativos (variación anual %)	24,6	47,3	35,2	36,3	36,9	n.d.	40,1
Crecimiento de Gastos Operativos (variación anual %)	26,3	28,9	42,1	44,6	30,6	n.d.	40,9
Crecimiento Balance Corriente (variación anual %)	-264,1	246,3	-93,5	-2538,2	13,6	n.d.	449,4

Ratios de Deuda

Crecimiento de Deuda Directa (variación anual %)	17,8	14,4	28,7	19,2	147,1	n.d.	90,9
Intereses Pagados/Ingresos Operativos (%)	0,9	0,8	2,1	2,5	4,8	4,7	14,9
Balance Operativo/Intereses Pagados (x)	-7,8	7,9	0,6	-2,0	0,0	0,2	0,0
Servicios de Deuda Directa/Ingresos Corrientes (%)	2,7	3,1	6,5	9,2	9,2	4,7	26,3
Servicios de Deuda Directa/Balance Operativo (%)	-36,8	52,0	565,7	-190,2	-17541,2	560,9	10784,8
Deuda Directa/Ingresos Corrientes (%)	24,9	19,4	18,5	16,1	29,5	19,3	26,3
Riesgo Directo/Ingresos Corrientes (%)	24,9	19,4	18,5	16,1	29,5	19,3	26,3
Deuda Directa/Balance Corrientes (años)	-3,8	3,0	59,0	-2,9	-6,3	-5,2	-1,8
Riesgo Directo/Balance Corrientes (años)	-3,8	3,0	59,0	-2,9	-6,3	-5,2	-1,8
Riesgo Final Neto/Ingresos Corrientes (%)	22,5	15,4	13,5	14,7	20,8	n.d.	21,0
Deuda Directa/PBG (%)	0,9	0,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda Directa per Cápita (\$)	572,1	654,3	841,7	1.003,1	2478,8	1536,4	2932,9

Ratios de Ingresos

Ingresos Operativos/Ingresos Operativos Presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos /Ingresos Operativos (%)	97,3	96,9	97,0	97,2	95,7	96,2	96,8
Impuestos Locales /Impuestos Totales (%)	58,4	62,9	62,2	63,8	63,1	65,6	61,9
Transferencias Corrientes Recibidas /Ingresos Operativos (%)	0,3	0,3	0,1	0,3	1,7	1,3	1,6
Ingresos Operativos/Ingresos Totales ^b (%)	80,5	89,8	89,8	92,6	94,4	94,1	94,7
Ingresos Totales ^b per capita (\$)	2.807,0	3.704,5	5.006,5	6.614,9	8.890,4	6.339,1	8.819,6

Ratios de Gastos

Gastos Operativos/Gastos Operativos Presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en Personal/Gasto Operativo (%)	42,2	43,14	45,1	43,3	43,7	44,8	39,3
Transferencias Corrientes Realizadas/Gastos Operativos (%)	11,4	10,2	9,8	9,4	9,7	19,4	11,1
Gasto de Capital/Gasto de Capital Presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de Capital/Gasto Total (%)	18,5	9,8	11,7	9,7	9,5	11,0	10,9
Gasto de Capital/PBG (%)	0,9	0,4	n.d.	0,8	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto Total per cápita (\$)	3.054,1	3.581,2	5.366,8	7.754,7	10.128,4	6.958,8	11.822,7

Financiamiento de Gasto de Capital

Balance Corriente/Gasto de Capital (%)	-26,7	63,1	2,3	-46,1	-41,2	-28,7	-93,3
Ingresos de Capital/Gasto de Capital (%)	90,1	94,6	72,4	50,4	51,2	47,7	34,8
Movimiento Neto de Deuda/Gasto de Capital (%)	10,4	22,4	29,5	21,2	157,8	109,6	-11,5

^a incluye intereses cobrados por préstamos, depósitos y otros

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Municipalidad de Río Cuarto

Anexo C. Instrumentos de Deuda

En la siguiente tabla se presenta el detalle de los Títulos Públicos y los Programas de Letras emitidos y vigentes por Río Cuarto y los próximos a emitir.

Tabla 1: Títulos de Deuda y Letras

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (30/09/2017)	Tasa	Amortización
Programa Letras vto. 2017 (Serie XXXIV)	\$ 100.000.000	21/06/2017	18/12/2017	\$ 100.000.000	BADLAR + 5,40% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Títulos Públicos de Deuda Vto 2019	\$ 150.000.000	14/12/2016	14/12/2019	\$150.000.000	BADLAR + 5,75% / Pagos Trimestrales	8 pagos trimestrales a partir del 14/03/2018
Títulos Públicos de Deuda Vto 2020	hasta en dólares equivalente \$ 260.000.000	N/A	Noviembre 2020	N/A	Tasa fija a determinarse momento de colocación / Pagos Semestrales	3 pagos semestrales a partir de noviembre de 2019

Instrumentos de deuda garantizados: Títulos Públicos de Deuda Vto. 2019 y Vto. 2020

Eventos de Incumplimiento: los títulos contendrán ciertos eventos de incumplimiento que, entre otros, incluyen la falta de pago de capital e intereses de los Títulos de Deuda, el incumplimiento de otras obligaciones de pago de la Municipalidad, el no cumplimiento o debida observación de cualquier compromiso, término u obligación incluida en los Documentos de la Transacción, entre otros, que de activarse alguno se podrá declarar el Bono vencido y exigible de acuerdo a lo estipulado en los documentos de ambas transacciones..

Moneda de pago: pesos para el caso de los TD vto. 2019 y en dólares estadounidenses para los TD vto. 2020.

Legislación: bajo la Ley argentina.

Rango: los Títulos de Deuda son obligaciones directas, incondicionales y no subordinadas de la Municipalidad garantizados por la cesión fiduciaria de los Fondos provenientes del Régimen de Coparticipación Provincial.

Colateral: recursos provenientes de la coparticipación federal de impuestos por hasta el monto total de los servicios de deuda, comisiones y gastos.

Garantía: tantos los títulos vto. 2019 ya emitidos como los títulos vto. 2020 a ser emitidos se garantizan por la cesión fiduciaria, con aplicación directa al pago de los derechos de la Municipalidad sobre los fondos de coparticipación provincial de impuestos que le corresponden en virtud del Régimen de Coparticipación de Impuestos entre la Provincia de Córdoba y sus Municipalidades y Comunas previsto por la Ley 8.663 de la Provincia de Córdoba, con sus modificatorias o supletorias, cualquier otra ley, decreto o norma complementaria (el "Régimen de Coparticipación Provincial").

Destinos de los Fondos: refinanciación de pasivos.

Estructura y niveles de Cobertura

En el caso de los títulos vto. 2019, de acuerdo a lo estipulado en el Contrato del Fideicomiso en Garantía, la coparticipación comenzará a retenerse por orden del Banco Córdoba (Fiduciario y Agente de Pago de la Coparticipación), en función a un cronograma de pago que puede ser modificado acorde a la evolución de la tasa de interés. Se realizan notificaciones trimestrales con el monto de pago programado del servicio. Debe cumplirse el siguiente esquema de transferencia y de plazos:

1. A partir de 75 días corridos anteriores a la fecha de pago correspondiente y antes de los 45 días anteriores a la fecha de pago, un monto equivalente al 40% de la estimación del monto de pago programado;
2. A partir de los 45 días corridos anteriores a la fecha de pago correspondiente y antes de los 15 días previos a la fecha de pago, un monto equivalente al 40% de la estimación del monto de pago programado; y
3. A partir de los 15 días previos a la fecha de pago correspondiente y antes de las 72 horas hábiles anterior a la fecha de pago, un monto equivalente al 20% de la estimación del monto de pago programado.

En el caso de los títulos vto. 2020 a emitirse, de acuerdo a lo estipulado en el Contrato del Fideicomiso en Garantía, la coparticipación comenzará a retenerse por orden del Banco Córdoba (Fiduciario y Agente de Pago de la Coparticipación), en función a un cronograma de pago estimado. Se realizaran notificaciones quincenales con el monto de pago programado del servicio. Debe cumplirse el siguiente esquema de transferencia y de plazos:

1. Tres cuotas iguales equivalentes al 33,33% del monto de pago programado en los casos de fechas de pago de intereses, a partir de los 65 días previos al vencimiento del servicio, con un esquema de retención quincenal,
2. Diez cuotas iguales equivalentes al 10% del monto de pago programado en los casos de fechas de pago de intereses y capital a partir de los 170 días previos al vencimiento del servicio, con un esquema de retención quincenal.

En ambos esquemas de retención (servicio de intereses y/o servicio de capital e intereses) en caso de que el monto transferido en una quincena sea menor al solicitado, el fiduciario pedirá el faltante en la próxima transferencia. El monto de pago programado del servicio debe estar disponible en la cuenta fiduciaria 20 días anteriores a la fecha de pago. En caso de que no estuvieran los fondos suficientes disponibles para atender el servicio, el fiduciario solicitará al Agente de Pago de la coparticipación el importe faltante mediante una nueva notificación. En caso de que 72 horas hábiles anteriores a la fecha de pago, no se hubiera completado el saldo del servicio, el fiduciario, podrá debitar de forma automática de la cuenta de la Municipalidad el importe faltante para atender el monto de pago programado.

FIX a fin de analizar los niveles de cobertura de los TD voto. 2019 y 2020 asumió: (i) la existencia de ambos títulos en circulación con sus términos y condiciones particulares, (ii) la proyección de la coparticipación mensual neta de todas las retenciones vigentes y a futuro por endeudamiento ya comprometido, sobre la base de supuestos de inflación, (ii) una tasa de interés variable máxima de 34% para los TD voto. 2019 y una evolución del tipo de cambio para los TD voto. 2020 y (iv) el tiempo mínimo de retención de la coparticipación estipulado por Contrato.

Se concluye que los niveles de cobertura de los servicios son adecuados para ambos instrumentos lo que justifica la diferenciación de un escalón entre la calificación de los mismos y la calificación de largo plazo del emisor. En el escenario más conservador la cobertura mínima es de 1,1x y la promedio de 2,1x para los títulos voto. 2019 y de 1,1x y 2,0x respectivamente para los títulos voto. 2020.

Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afilada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 10 de noviembre de 2017 asignó la calificación ‘BBB-(arg)’ con perspectiva estable a los Títulos de Deuda Pública Vto 2020 a emitirse por hasta un valor nominal en dólares estadounidenses equivalentes a \$260 millones garantizados con coparticipación de impuestos. A su vez FIX confirmó las calificaciones de emisor de la Municipalidad de Río Cuarto (MRC) y de los instrumentos vigentes. El detalle se presenta a continuación:

Concepto / Título	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Emisor Endeudamiento de Largo Plazo	BB+(arg)	Estable	BB+(arg)	Estable
Emisor Endeudamiento de Corto Plazo	B(arg)	No aplica	B(arg)	No aplica
Programa Letras vto. 2017 (Serie XXXIV) por \$100 millones	B(arg)*	No aplica	B(arg)*	No aplica
Títulos Públicos Vto 2019 por hasta \$ 150 millones	BBB-(arg)	Estable	BBB-(arg)	Estable
Títulos Públicos Vto 2020 en dólares equivalentes hasta \$ 260.000.000	BBB-(arg)	Estable	N/A	N/A

* Calificación de corto plazo

Categoría BBB(arg): “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Categoría BB(arg): “BB” nacional implica riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

Categoría B(arg) de corto plazo: Indica una capacidad incierta de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Dicha capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en el corto plazo de las condiciones económicas y financieras.

Nota: Los signos “+” o “-” son añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio de calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

Fuentes de Información: las presentes calificaciones se realizaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por la Municipalidad de Río Cuarto de carácter privado a septiembre de 2017 y la siguiente información pública:

- Ejecución Presupuestaria y stock de deuda provisorio para 2016 y al 30/09/2017 www.riocuarto.gov.ar.
- Presupuesto aprobado del año 2017 disponible en www.riocuarto.gov.ar.
- Estadísticas sobre indicadores socio-económicos disponibles en www.riocuarto.gov.ar y en <http://estadistica.cba.gov.ar>.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada.

Determinación de las calificaciones: Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gov.ar).

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.