

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS
A PARTIR DEL FIDEICOMISO
FINANCIERO DENOMINADO
“FINANCIAMIENTO RECAMBIO DE
LUMINARIAS DE CANELONES I”**

Montevideo, octubre de 2025

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

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FIDEICOMISO “
FINANCIAMIENTO RECAMBIO DE LUMINARIAS DE CANELONES I Calificación de Títulos de
21 - octubre - 2025**

Plazo:	Hasta el 5 de mayo de 2039.
Títulos:	títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto de UI 322.7 millones más los intereses de los TTDD que fueron capitalizados durante el periodo de gracia previsto. Total: UI 342.5 millones.
Activos Fideicomitidos:	Flujo de fondos proveniente de los derechos de crédito cedidos al fideicomiso.
Emisor y Fiduciario:	RAFISA
Fideicomitente:	EBITAL SA.
Amortización de Capital:	una vez culminado el período de gracia en 18 cuotas anuales iguales y consecutivas en UI conjuntamente con los intereses.
Fecha de Pago (intereses y capital):	5 de mayo de cada año a partir del año 2022.
Tasa:	6 % efectiva anual en UI
Plazo de gracia de capital e interés:	hasta abril de 2022. Durante el periodo de gracia, los intereses devengados se capitalizaron e integraron al capital adeudado.
Asesor jurídico calificación:	Dr. Leandro Rama
Agente Estructurador:	Gletir Corredor de Bolsa SA
Calificación:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril de 2026 ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Entidad Registrante y Representante:	BEVSA
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas administradas por terceros ² .

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

² . Ver en www.care.com.uy

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo, ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del Fideicomiso Financiero denominado "Financiamiento Recambio de Luminarias de Canelones I" manteniendo la categoría BBB.uy de grado inversor.

- El presente Fideicomiso es integrado por República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) en su doble condición de Fiduciario de este y del "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público" y EBITAL SA como Fideicomitente.
- La finalidad del mismo deriva de la necesidad de financiar el recambio y ampliación del número de luminarias promovido por la Intendencia de Canelones (IC).
- Esta obra estaba en curso al momento de constituir el Fideicomiso y para su inicio, EBITAL SA, la empresa concesionaria, contrajo determinados créditos privados por lo que la finalidad de esta operación fue la extinción de dichos créditos, cosa que ya ocurrió, así como el repago de los restantes certificados de avance de obra de recambio de luminarias realizados por EBITAL lo que culminó en febrero de 2022.
- Por dicha razón, el Fideicomitente transfirió los Créditos Cedidos al Fideicomiso de modo que con su respaldo el Fiduciario procediera a emitir y ofrecer bajo régimen de oferta pública Títulos de Deuda. La IC cedió a EBITAL, créditos a los que tiene derecho provenientes de: a) La Tasa de Alumbrado Público (TAP) que recauda la UTE en su calidad de agente recaudador de dicho tributo y que pertenece a la IC y, b) por los subsidios de ahorro energético o cambio de tecnología a cargo del Poder Ejecutivo – Ministerio de Economía y Finanzas según normativa vigente.
- EBITAL a su vez los cede al Fideicomiso a fin de que el Fiduciario proceda a su securitización mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública en los términos convenidos en el Contrato.
- El crédito cedido por la IC ya se encuentra parcialmente cedido a otro fideicomiso que tiene precedencia. Por tal razón, en rigor lo que acá se cede es el remanente una vez cancelada la cuota comprometida en aquella operación, razón por la cual comparece RAFISA también como fiduciario del mismo.
- Dicha cesión se realizó por la suma total en Unidades Indexadas (UI) de 291.886.637, más los intereses a la tasa del 6 % efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada Certificado de Avance de Obra (los "Créditos Cedidos"), más los costos y gastos del Fideicomiso Financiero que se constituye, los cuales se pagan de acuerdo a los términos establecidos en dicho contrato (3,09%). Estas cesiones fueron debidamente notificadas a UTE, al Ministerio de Economía y Finanzas y la Oficina de Planeamiento y Presupuesto y tendrán un máximo de UI 606.6 millones. Con la emisión finalizada, el monto a fideicomitir quedó establecido en UI 572.9 millones.

- Con el respaldo del patrimonio fideicomitado, se realizó la emisión de títulos de deuda de oferta pública en los términos y condiciones establecidos en el contrato, hasta completar el total. El valor final de la emisión fue de UI 322.7 millones a los que se le agregó la capitalización de los intereses devengados y no pagados durante el periodo de gracia por lo que los títulos emitidos alcanzaron la suma de UI 342.5 millones.

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avaló el informe jurídico que se anexó al informe de calificación original.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de créditos en un monto considerado suficiente.
- La liquidez adecuada del papel en función de su naturaleza sin perjuicio de las características del mercado de valores uruguayo que no permite garantizarla.

Respecto de los flujos proyectados:

- Los créditos cedidos, además de considerarse suficientes en lo que respecta a los montos comprometidos, cuentan con una adecuada garantía en su percepción a través de la intervención de terceros tales como la UTE, el MEF y la propia RAFISA en su calidad de fiduciario de este y anterior fideicomiso beneficiario del subsidio por ahorro energético y cambio tecnológico determinado en la reglamentación vigente.
- No configura un escenario probable una caída de los créditos cedidos que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas.
- Esta operación se suma a otras preexistentes por las cuales la IC ha comprometido ingresos de distinta índole. El análisis conjunto realizado por CARE arroja una razonable seguridad en cuanto a la capacidad económica y financiera de la IC de cumplir con todas ellas.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Si bien este instrumento de financiación no contó con el apoyo unánime de la Junta Departamental (aunque sí con las mayorías necesarias) una vez aprobado el mismo y habiendo generado los compromisos que de él se derivan no parece probable que en un escenario futuro de sucesivos cambios en la conducción política del Departamento, se repudie lo actuado al punto de cancelar obligaciones contractuales legítimas, máxime cuando la obra se ejecutó satisfactoriamente habiendo culminado en febrero de 2022.
- En el Proyecto de Ley de Presupuesto (artículo 614) actualmente a consideración del Parlamento se incluye una partida similar, en montos y objetivos, como apoyo a las intendencias en el tema alumbrado público lo que ratifica la voluntad política de seguir respaldando el sistema.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública emitidos por RAFISA por un monto total comprensivo del monto total de los Créditos Cedidos. A dicha cifra se le adicionaron los intereses capitalizados durante el plazo de gracia previsto.

Los Activos del Fideicomiso son el flujo de fondos provenientes de los créditos que el Fideicomitente tiene derecho a percibir de acuerdo con el Contrato de Cesión de Créditos definido en el Contrato de Fideicomiso de: i) UTE, como Agente de Recaudación de la Tasa de Alumbrado Público de la Intendencia de Canelones y, ii) por los subsidios relativos de ahorro energético o cambio de tecnología del Poder Ejecutivo – Ministerio de Economía y Finanzas. Dichos Créditos serán incorporados al Fideicomiso en los términos previstos en la cláusula 6 del Contrato de Fideicomiso y lo dispuesto en el Contrato de Cesión de Créditos. Los Créditos Cedidos son la única forma de repago de los Títulos de Deuda, no asumiendo el Fideicomitente ni el Fiduciario obligación alguna de aportar fondos para aplicarlos al repago de los Títulos de Deuda.

La emisión de los Títulos de Deuda se realiza en virtud de las integraciones efectivamente realizadas. Los Títulos de Deuda son emitidos por un valor nominal equivalente al valor en UI de los Créditos que se transfieren al Fideicomiso, es decir, el monto a emitir será el equivalente en UI comprensivo del monto total de los Créditos Cedidos. A dicha cifra se le adicionaron los intereses capitalizados durante el plazo de gracia previsto así como los gastos de estructura.

Con el producido de la colocación de los Títulos, el Fiduciario procedió, en primera instancia, a cancelar y extinguir las sumas adeudadas a los agentes financieros de EBITAL: RENMAX Corredores de Bolsa SA y GLT Funding LP (firma canadiense). Los montos adeudados eran: USD 770.000 en el caso de RENMAX y USD 14.400.000 en el caso de GLT. Una vez cumplida esta cancelación, el monto restante de la emisión se destinó al pago de los certificados de obra que se fueron generando por la ejecución de las mismas, lo que así ocurrió.

Una vez cancelados los Títulos de Deuda y demás obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso, el Fiduciario deberá transferir los bienes del patrimonio fiduciario remanentes, de existir, al Beneficiario Residual (IC).

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 juicio³.

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde.⁴

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizarán en 18 cuotas anuales, iguales y consecutivas conjuntamente con los intereses correspondientes, luego de finalizado el plazo de gracia fijado para el 5/5/2022, fecha en que se hizo el primer pago. El plazo de gracia regirá tanto para amortización de capital como para el pago de intereses los que se capitalizarán. En consecuencia, el último pago se hará el 5/5/2039.

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

2. Antecedentes y características de la operación

- Por Resolución N° 17/09297 de fecha 22.12.2017, la Intendencia de Canelones resolvió autorizar el llamado a la Licitación Pública Internacional N° 102/2017 (Licitación). Dicho llamado se realizó en base a la propuesta de iniciativa privada presentada por la empresa EBITAL (conforme lo dispuesto en la Ley N° 17.555) la cual fue aceptada por la Intendencia de Canelones por Resolución N° 17/00180 del 05.01.2017. Luego del proceso de licitación la IC adjudicó la misma por medio de la Resolución N° 18/08438 de fecha 7 de diciembre de 2018. Luego de la intervención del Tribunal de Cuentas, se reiteró el gasto mediante resolución N° 19/01999 de 20 de marzo de 2019.
- De acuerdo con lo previsto en la Licitación, la IC estableció que el pago del precio del contrato de obra celebrado con la empresa adjudicataria se realizaría mediante la cesión y transferencia de los siguientes rubros de ingreso: a) importes provenientes de lo recaudado en UTE por concepto de Tasa de Alumbrado Público (TAP); b) Importes provenientes de los subsidios por concepto de ahorro energético o cambio de tecnología de acuerdo con el régimen legal establecidos para ellos. Previamente, la IC sometió a consideración de la Junta Departamental de Canelones (JDC) el proyecto y su forma de pago, la que con fecha 1 de setiembre de 2017 emitió su anuencia a los términos de la Licitación y forma de financiar la obra por Resolución N° 0526/017 por 23 votos afirmativos en 27 ediles presentes.

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

- En base a los antecedentes anteriores, con fecha 11 de junio de 2019 la IC y EBITAL firmaron un Contrato de Cesión de Créditos ("Cesión de Créditos Originaria") cuya copia se adjuntó como Anexo I del Contrato, la cual establece que la Intendencia cede y transfiere irrevocablemente a EBITAL libre de obligaciones y gravámenes, los créditos que tenga derecho a cobrar de UTE como Agente de Recaudación de la Tasa de Alumbrado Público y del Poder Ejecutivo – Ministerio de Economía y Finanzas por los subsidios relativos con ahorro energético o cambio de tecnología. Dicha cesión se realizó por la suma total en Unidades Indexadas (UI) de 291.886.637, más los intereses a la tasa del 6 % efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada Certificado de Avance de Obra (los "Créditos Cedidos"), más los costos y gastos del Fideicomiso Financiero que se constituyó, los cuales serán pagaderos de acuerdo a los términos establecidos en dicho contrato. Posteriormente, con fecha 31 de julio y 5 de septiembre de 2019 y 28 de abril de 2020 respectivamente, la IC y EBITAL celebraron una Primera, Segunda y Tercera Adenda a la Cesión de Créditos Originaria (en adelante, y conjuntamente con la Cesión de Créditos Originaria, la "Cesión de Créditos") por las cuales se efectuaron algunas aclaraciones y complementaron los términos de la Cesión de Créditos Originaria en cuanto a su alcance y funcionamiento, cuyas copias se adjuntan en el Anexo I del Contrato. La estimación del monto máximo a ceder fue de UI 33.7 millones mensuales.
- La IC y EBITAL notificaron la Cesión de Créditos a UTE, al Ministerio de Economía y Finanzas y la Oficina de Planeamiento y Presupuesto con fecha 17 de junio, 2 de agosto y 5 de setiembre de 2019 y 28 de mayo de 2020 tal como surge de las constancias de notificación y sus respuestas que se adjuntan como Anexo II del Contrato.
- El 24 de julio de 2019, EBITAL celebró con RENMAX Corredores de Bolsa SA un acuerdo de colocación, entre los clientes de RENMAX, por USD 450 mil (deuda emitida por EBITAL). En garantía de dicha operación, EBITAL cede en la misma fecha, créditos por UI 11.103.476 de los que tiene derecho a percibir de la IC. El 12 de agosto de 2019 dicho acuerdo de colocación fue ampliado en USD 320 mil totalizando USD 770 mil con el mismo respaldo.
- Asimismo, con fecha 30 de agosto de 2019, EBITAL celebró con GLT, persona jurídica constituida bajo las leyes de Ontario, Canadá un contrato de apertura de crédito por hasta la suma total de USD 12 millones y con vencimiento final el 27 de junio de 2021 habiéndosele cedido a GLT el derecho a cobrar los créditos que EBITAL mantenía contra UTE como Agente de Recaudación de la Tasa de Alumbrado Público y del Poder Ejecutivo – Ministerio de Economía y Finanzas por los subsidios relativos con ahorro energético o cambio de tecnología (Financiamiento GLT").
- Con fecha 7 de julio de 2020, EBITAL y GLT ampliaron dicho crédito en USD 2.4 millones lo que hace un total de USD 14.4 millones con el mismo respaldo ya mencionado.
- Con fecha 23 de julio de 2020, RENMAX y GLT suscriben mutuo disenso dejando sin efecto las cesiones recibidas de EBITAL sujeto a las condiciones resolutorias expresamente estipuladas en el referido documento. Básicamente, se sustituyen aquellas cesiones por la cesión

que hace EBITAL de los derechos que tiene a cobrar, como Fideicomitente, de los importes que se obtengan de la colocación de la emisión que nos ocupa hasta extinguir totalmente todas las sumas adeudadas a RENMAX y GLT.

- En función de lo establecido anteriormente, y con el objetivo de financiar el pago de la Obra de la Licitación, EBITAL y RAFISA celebran el Contrato de Fideicomiso Financiero de oferta pública objeto de esta calificación.
- Se desprende de lo anterior que el contrato de obra cuyo financiamiento motiva la creación de este fideicomiso y la emisión de los títulos descriptos, contaba con principio de ejecución. Para ello fue necesario que la empresa adjudicataria (EBITAL) se financiara con terceros (GLT y RENMAX) lo que determinó que la primera integración de los títulos emitidos se destinara a cancelar dichos pasivos así como los gastos iniciales que demandó la creación de este instrumento. Las integraciones posteriores se realizaron contra presentación de certificados de avance de obra según procedimiento establecido en el Contrato.
- El monto máximo a emitir fue modificado y quedó establecido en UI 325 millones, según comunicó RAFISA a CARE en nota del 13/10/2020, más los intereses capitalizados como ya se ha dicho. La emisión real estuvo por debajo del tope establecido, UI 322.7 millones más los intereses correspondientes totalizando UI 342.5 millones.
- En virtud de lo anterior, CARE emitió nota de actualización ratificando la calificación original, en el entendido que, el cálculo estimativo del monto a emitir agregándole intereses y demás costos contemplaba un eventual incremento como el decidido, menor al 1 % del monto original.
- En lo que refiere a la tasa de Alumbrado Público, UTE hace los cálculos y liquidación por semestre y los pagos se hacen aproximadamente al tercer mes de vencido el semestre.

2.1 Otros compromisos⁵

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 y así se presentan, de izquierda a derecha, en el Cuadro 1. CARE, en tanto calificadora de la mayoría de ellas posee información proporcionada por República AFISA de aquellas que a la fecha se encuentran vigentes (entre paréntesis se informa el año de vencimiento)

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

⁵. Fuera de los que acá se mencionan, la IC no ha informado a CARE de otros compromisos financieros.

- Fideicomiso Financiero Canelones III (2037)
- Fideicomiso Financiamiento Recambio de Luminarias de Canelones I (2039)
- FF Canelones 2022 (2037)
- Fideicomiso de Administración 2023 (2042)

En el cuadro siguiente se incluyen todas las cesiones que hasta el momento tiene comprometidas la IC desde el corriente año 2025 (mayormente cancelado). Más adelante, en la sección correspondiente, se analiza la incidencia de todas ellas en las finanzas de IC.

CUADRO 1: Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI)											
año	Costaplan	Can I	Can II	Grinor I	Grinor II	UTE	Can III	Luminarias	Privado 2022	Adm 2023	Totales
2025	7.800		16.200	0	0	0		32.100	24.075	9.966	90.141
2026	15.600		29.700	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	46.460	297.397
2027	15.600			38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	45.010	263.493
2028	15.600			37.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	43.600	259.864
2029	15.600			36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	42.130	257.111
2030	15.600			33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	40.670	251.904
2031	15.600			31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	39.240	247.731
2032	15.600			22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	37.820	236.595
2033	11.700			7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	36.350	214.967
2034					20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	34.910	194.095
2035					20.977	19.992		64.200	30.875	33.460	181.703
2036					20.977	19.992		64.200	30.875	32.020	179.556
2037								21.400	30.875	24.500	87.536
2038									30.875	10.049	40.924
2039									30.875	9.343	40.218
2040										8.652	
2041										7.944	
2042										7.268	
Totales	128.700		45.900	247.000	230.747	219.912	91.953	759.700	432.250	480.245	2.843.233

Fuente: Care en base a RAFISA y EE.CC de fideicomisos - los saldos del año 2025 fueron estimados por CARE

En agosto de 2014 se crea el "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"; precisamente, en esa operación se afectan los mismos créditos (en lo que refiere al subsidio del MEF) que se afectan en esta por lo que en el Contrato se aclara: *"Sin perjuicio de ello, el referido acuerdo establece el derecho de la IC a recibir el saldo remanente luego de amortizado los pagos correspondientes al Fideicomiso Financiero UTE "Reestructura Deudas Intendencias por Alumbrado Público", créditos que son los que fueron transferidos por la IC a favor de EBITAL en la Cesión de Créditos"*. Es por esa razón, además, que RAFISA comparece en el Contrato del presente, en su doble condición de Fiduciario de ambos fideicomisos.

La cuota anual comprometida por la IC en ese fideicomiso asciende a la cantidad de miles de UI 10.217 y ha sido cubierta sin inconvenientes hasta la fecha. Interesa saber cuál es el posible remanente de este crédito una vez cancelada la cuota comprometida precedentemente ya que, en definitiva, es lo que efectivamente se cede. Esto se analizará más adelante.

Por otra parte, el otro crédito cedido, la recaudación de la TAP a cargo de la UTE, se informa, respalda en primera instancia la propia factura emitida por UTE a la IC por alumbrado público. Si bien, de acuerdo al informe jurídico realizado por CARE no se explicita el origen de esta prelación, no hay motivos para sostener lo contrario. De todas formas, también se considera en el análisis de suficiencia practicado por CARE.

Vale reiterar que este Fideicomiso tiene una fuente de financiación propia, diferente a la de los demás fideicomisos mencionados en el cuadro precedente (excepto el constituido para el pago de la deuda con UTE por alumbrado público); no obstante todos en última instancia, afectan recursos de la IC que de esta forma quedan comprometidos a futuro, lo que justifica su análisis conjunto.

3. Objeto de la calificación, información analizada.

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

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

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE de los distintos Fideicomisos que comprometen recursos de la IC (incluyendo este) y en particular el denominado del "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025.
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- Información de cesiones recibidas (RAFISA)

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

4. Hechos salientes del periodo

Respecto a los aportes de los bienes fideicomitidos RAFISA informó a CARE:

- no se recibieron subsidios por parte del MEF correspondientes al año 2025, como adelantos de la cuota de cesión de abril de 2026.
- En lo que refiere a la TAP, UTE anunció que próximamente transferirá el adelanto de \$157.706.136 correspondiente al TAP 2025.
- El artículo 614 del Proyecto de Ley de Presupuesto a consideración del Parlamento prevé una partida similar a la vigente y con similar destino por lo que, si bien habrá que aguardar lo que finalmente se apruebe, todo indica que la voluntad política de apoyar este proceso se mantiene.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán adquiridos por el o los beneficiarios financieros. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de determinados créditos a que tiene derecho a percibir la IC.

1. Descripción General

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

Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
Monto de la Emisión:	UI 322.7 millones más los intereses de los TD capitalizados durante el periodo de gracia estipulado; total UI 342.5 millones.
Interés:	6 % efectivo anual
Plazo:	Hasta el 5 de mayo de 2039.
Plazo de gracia:	Desde la emisión hasta el 5 de mayo de 2022, fecha en que comenzaron los pagos de amortización e intereses. Durante el periodo de gracia (de capital e intereses), los intereses devengados fueron capitalizados e integrados al capital adeudado.
Pago de intereses:	Junto con la amortización de capital en 18 cuotas anuales, iguales y consecutivas a partir del 5/5/2022 y hasta el 5/5/2039
Amortización del capital:	Idem pago de intereses
Garantía:	Los bienes fideicomitidos
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Registro:	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

2. Análisis Jurídico

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

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó el informe de calificación original por lo que se considera innecesario reiterarlo acá por lo que sólo se transcriben las principales conclusiones.

“De la compulsión de estos insumos convencionales y el Prospecto Informativo (en versión borrador), se elabora el presente informe, en el cual adelantamos como concepto general y sin desmedro de ulteriores desarrollos, que la estructura cumple con las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal, en los aspectos relacionados con la capacidad y poder normativo negocial de los contrayentes y no se advierten contingencias jurídicas que comprometan el pago total y puntual de los títulos de deuda a emitirse.”

En general esta estructura no es muy diferente a otras que ha calificado CARE sin que se hubiesen registrado inconvenientes de tipo jurídico o contractual. Quizás, uno de los aspectos novedosos refiere a la necesidad de EBITAL de financiar el inicio de la obra a la espera de sustanciar esta operación. Para ello, cedió los mismos créditos que acá se ceden en respaldo de los dos créditos obtenidos y ya mencionados en la sección de Antecedentes. A efectos de poder ceder a este fideicomiso dichos créditos, debió, previamente, anular las cesiones dadas oportunamente a sus acreedores. Esto es analizado particularmente en el informe citado:

*“Así las cosas, EBITAL se había desprendido de la titularidad de los créditos que – según su propuesta inicial – serían titularizados en un fideicomiso financiero de oferta pública. De suyo y para cumplir lo convenido con la IC, se instrumentó una solución jurídico financiera que dio satisfacción a todos los involucrados, con los siguientes pasos: **a)** se recurrió a la figura del mutuo disenso para extinguir los efectos obligacionales de los préstamos y de ese modo revertir los derechos de crédito a EBITAL (cesionario original); **b)** se incluye una estipulación para otro que consiste en la instrucción que EBITAL - cedente de los Créditos al Fideicomiso - le hace al Fiduciario para que, del precio que resulte del proceso de Emisión de los TD, separe los importes necesarios para la cancelación de los créditos de ambos financiadores, quienes pasan a ser beneficiarios de la estipulación y acreedores del Fideicomiso y **c)** Esto se habrá de verificar en un momento preciso: cuando se realice la Primera Emisión.”*

Esto último ya ocurrió sin que se haya verificado inconveniente alguno.

Finalmente:

“En conclusión, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos estructurales asociados al proceso de emisión.”

Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión de los beneficiarios constituye un atributo favorable intrínseco a los títulos por como se lo ha diseñado, aún teniendo presente las características de escaso desarrollo de nuestro mercado de capitales que no permite garantizar su inmediata comercialización. *Riesgo bajo.*

III. ADMINISTRACIÓN

En este caso se van analizar dos empresas. Por un lado la encargada de administrar el fideicomiso (la fiduciaria) y por otro, la empresa adjudicataria de la licitación pública para el recambio de lamparillas y fideicomitente de los tributos que le fueran cedidos por la IC. Si bien la gestión de EBITAL no se vincula estrictamente con el riesgo de repago de los títulos emitidos, su actuación condiciona la existencia misma del fideicomiso.

a) La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC intermedios al cierre del primer semestre de 2025 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 1.071 millones. Esto supone un nuevo incremento respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial a la fecha indicada y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial de la Fiduciaria (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Activo Corriente	171.045	185.025	154.257
Activo no Corriente	1.009.035	999.946	887.931
Pasivo	108.903	131.997	107.225
Pasivo Corriente	73.962	100.178	76.809
Pasivo no Corriente	34.941	31.818	30.416
Patrimonio	1.071.178	1.052.974	934.963
Pasivo y Patrimonio	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Razón Corriente	2,31	1,85	2,01

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del semestre finalizado en junio 2025, la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30-Jun-25	30-Jun-24	31-Dec-24
Ingresos Operativos	281.773	264.495	501.792
Costo de los servicios	(106.095)	(98.424)	(220.973)
Resultado Bruto	175.678	166.071	280.818
Gastos administrativos	(63.980)	(61.543)	(112.582)
Resultado Operativo	111.698	104.527	168.237
Resultados financieros	(13.368)	4.011	18.827
Resultados antes de IRAE	98.329	108.538	187.064
IRAE	(16.186)	(15.793)	(29.174)
Resultado del Ejercicio	82.143	92.746	157.890
Ajustes integrales	61	61	(364)
Resultado integral del periodo	82.204	92.806	157.526

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva RAFISA continúa teniendo niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2025, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

b) La Empresa Adjudicataria

La empresa adjudicataria fue Ebital. La firma cumplió a satisfacción de la IC la obra encomendada, cobró íntegramente la misma y cedió al Fideicomiso los créditos a su vez cedidos por la IC. En consecuencia, dejó de ser un factor de riesgo.

c) El Fideicomiso

El contrato que constituye el presente Fideicomiso se firmó el 23 de julio de 2020 entre el fiduciario RAFISA y el fideicomitente EBITAL SA. RAFISA concurre también en su condición de fiduciario del Fideicomiso creado oportunamente para la reestructuración de deudas que por alumbrado público varias intendencias (incluida la IC) tenía con la UTE. Esto es así porque uno de los créditos fideicomitados en este fideicomiso también lo fue en aquel y que cronológicamente tiene prioridad.

Con fecha 27/10/2020, el BCU emite la Comunicación 2020/15 por la que se inscribe en el Registro del Mercado de Valores los Títulos de Deuda a emitirse por este fideicomiso. La emisión original fue por UI 322.7 millones a lo que se sumó la capitalización de intereses devengados durante el periodo de gracia por UI 19.8 millones, en definitiva se emitieron TD's por un valor total de UI 342.5 millones.

Tuvo por finalidad, en primera instancia, la cancelación de los créditos tomados por EBITAL con RENMAX, USD 770.000 y GLT USD 14.400.000 así como el pago de los certificados de obra que restaren hasta completar la obra adjudicada. El Fideicomiso ya cumplió con la cancelación de los créditos y habiendo culminado la obra, también cumplió con la cancelación de los certificados.

En el cuadro siguiente se expone el estado de situación intermedio del Fideicomiso al 30/06/2025 y comparativos con años anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación Patrimonial del Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	2.403.801	2.475.424	2.455.176
Activo Corriente	272.721	248.787	219.817
Activo no Corriente	2.131.080	2.226.637	2.235.359
Pasivo	2.107.140	2.191.632	2.184.539
Pasivo Corriente	136.078	182.876	173.168
Pasivo no Corriente	1.971.063	2.008.756	2.011.371
Patrimonio	296.661	283.792	270.637
Pasivo y Patrimonio	2.403.801	2.475.424	2.455.176
Razón Corriente	2,00	1,36	1,27

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En mayo del año 2022, vencido el periodo de gracia, se inició el periodo de cancelación de los títulos emitidos en 18 cuotas anuales de amortización e intereses. Al cierre del semestre informado el saldo de los TD a amortizar era de UI 280.75 millones.

En el periodo cerrado en junio 2025 se realizaron pagos por UI 30.2 millones, de los cuales UI 12.6 millones fueron por concepto de amortización de capital y UI 17.6 millones por concepto de intereses. El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones.

Según informó RAFISA a CARE, al momento de redactar este informe UTE se había comprometido a transferir próximamente la cantidad de \$ 157.7 millones por concepto de TAP del año 2025; esto equivale aproximadamente a UI 24.7 millones, es decir que ya tendría cubierta más del 80 % de la cuota a pagar en 2026.

El cronograma para la cancelación de los títulos se muestra en el cuadro siguiente

Cuadro 5: Cronograma faltante (miles de UI)

Año	amortización	interés	total
2026	13.359	16.845	30.204
2027	14.161	16.043	30.204
2028	15.011	15.194	30.205
2029	15.911	14.293	30.204
2030	16.866	13.338	30.204
2031	17.878	12.326	30.204
2032	18.951	11.254	30.205
2033	20.088	10.117	30.205
2034	21.293	8.912	30.205
2035	22.571	7.634	30.205
2036	23.925	6.280	30.205
2037	25.360	4.844	30.204
2038	26.882	3.323	30.205
2039	28.495	1.710	30.205
total	280.750	142.112	422.863

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Habiéndose cancelado en tiempo y forma la cuota anual del año 2025, el cuadro precedente refleja los pagos a realizar a partir del año 2026 hasta la cancelación de los títulos en el año 2039.

Riesgos considerados:

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, este riesgo se considera inexistente tanto por parte de la fiduciaria como del contratista. *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 y al hecho que la adjudicación de la licitación no ha sido cuestionada, resulta muy poco probable. *Riesgo muy bajo*

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo de los créditos cedidos por la IC a EBITAL y que éste cede al fideicomiso. Con dicho respaldo el Fiduciario emitió los Títulos de Deuda por un valor nominal equivalente al valor en UI de los Créditos que se transfieren al Fideicomiso, sumado el interés del 6% calculado según se describe en el Prospecto más gastos de constitución.

El importe final de la emisión, como se aclaró oportunamente, varió en función de los intereses de los títulos, los que se emitieron contra obra realizada, por lo que el plazo y el monto era indeterminado. Finalmente como se informa en otra sección, el monto emitido, incluyendo los intereses capitalizados fue de UI 342.5 millones. Esto se está cancelando en 18 cuotas anuales iguales y consecutivas, incluyendo intereses, a partir de mayo de 2022.

El monto de las 18 cuotas anuales resultante para cancelar los TD incluyendo los intereses a partir de mayo 2022 es de algo más de UI 30 millones cada una.

Se estableció un cronograma de integración (y emisión) pari pasu con los Certificados Mensuales de Obra Ejecutada presentados por EBITAL y aprobados por la IC; excepto para la primera integración con cuyo producido el Fiduciario constituyó un fondo “para hacer frente a gastos, costos y tributos que graven el Fideicomiso durante el período de gracia hasta que se comience a recibir los Créditos para el repago de los Títulos de Deuda y sus gastos, costos, honorarios y tributos”.

Entre otras obligaciones a cancelar con la primera integración se encontraba, como se ha dicho, la de los créditos con RENMAX y GLT según procedimiento acordado en el Contrato. Esto es así porque la obra en cuestión (cambio de luminarias) contaba con principio de ejecución y para hacerlo posible, la empresa adjudicataria (EBITAL) contrajo deudas con ambas entidades (un total de USD 15.170.000). Obligación ya cancelada.

Como se ha mencionado, los créditos que se ceden son de dos fuentes:

- a) Recaudación de la **Tasa de Alumbrado Público (TAP)**, tributo departamental regulado en el Decreto N° 57 de 27 de Diciembre de 2012 y Resolución N° 13/01411 de 21 de marzo de 2013.

Esta tasa es recaudada directamente por la IC o a través de agentes recaudadores contratados por la IC. Es el caso de la UTE que recauda alrededor del 90% del total a través de la factura de consumo de los usuarios. A los efectos de esta operación, se considera únicamente lo recaudado a través de la UTE tal cual se desprende de los documentos respectivos y respetando la prelación en el cobro que tiene el ente energético.

- b) Créditos provenientes del **subsidio de eficiencia energética** actualmente regulado por el artículo 667 de la Ley N° 19.924.

Este tiene dos componentes: el subsidio para el pago de la facturación anual de la tarifa de energía por alumbrado público a pagar a UTE por un 40% de dicho monto y, por otro lado, un subsidio para incentivar planes de eficiencia energética.

De acuerdo a esto y en base a determinados supuestos, considerados a priori razonables, se determinó el valor de los créditos cedidos los que deberán cubrir el precio pactado en la licitación: UI 291.886.637, más el 6 % anual de intereses más el 3,09 % por concepto de costos asociados a la emisión.

Ya fue determinado el monto de la emisión, cuya integración se completó en febrero de 2022, y consecuentemente, el cronograma de cesiones a percibir así como las cuotas a pagar para cancelar los títulos.

En el Prospecto se hizo una estimación de ambos créditos (los cedidos al Fideicomiso) en base a fuentes y supuestos que no merecen observaciones. Con dicha información se elaboró el cuadro siguiente, incorporando la cesión comprometida ya como dato cierto.

Cuadro 6: Proyección flujo anual	
Concepto	miles UI
Ingresos	136.965
TAP - UTE	113.036
Subsidio 40%	17.121
Subsidio Eficiencia Energética	6.808
Egresos	86.808
Compromiso Fideicomiso UTE	10.217
Cancelación este Fideicomiso	33.700
Consumo IC en UTE menos ahorro	42.891
Excedente	50.157

Fuente: Prospecto Informativo y RAFISA

Las cifras del cuadro precedente son para un año tipo y se repiten a lo largo de la duración esperada del Fideicomiso excepto a partir del año 2035, año en que se habrá cancelado el Fideicomiso de alumbrado público con la UTE, por lo que el excedente esperado a partir de esa fecha será mayor en esa cifra. Puede observarse que en los egresos están contemplados los dos conceptos que son respaldados prioritariamente por los créditos cedidos, esto es, la cuota del Fideicomiso con UTE (subsidio MEF) y la factura de UTE a la IC por el consumo regular (TAP recaudada por UTE).

Las cifras presentadas en dicho cuadro fueron calculadas en base a criterios considerados conservadores. En efecto, de acuerdo con los informes técnicos incluidos en el expediente de la licitación, el ahorro energético y el ahorro monetario de la Intendencia ascienden a un 59% una vez que todo el proyecto esté en funcionamiento. Además, mediante la obra objeto de la licitación, la Intendencia puede acceder a más y mejores subsidios presupuestales bajo el régimen previsto legalmente y a cargo de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto en el marco del régimen de eficiencia energética.

El importe por TAP considerado en el cuadro precedente se corresponde con lo recaudado en 2019. No hay razones para suponer que esta recaudación se modifique sustancialmente. En todo caso, la intervención que supone el recambio de luminarias por un sistema más eficiente tiende a bajar el costo pero también se ampliaría el servicio de AP lo que en definitiva tendría un efecto compensatorio. Es lo que se muestra en el Cuadro 7

Las cifras proyectadas en el presupuesto quinquenal vigente, hecho a posteriori de esta operación, presupone un ingreso por impuesto de alumbrado público algo menor al que figura en el cuadro aunque creciente por lo que no invalida la conclusión⁶.

Por su parte, la facturación de alumbrado público (AP), generadora del subsidio del 40 %, luego del máximo registrado en 2019, ha venido cayendo lo que bien puede atribuirse a la política de ahorro llevada adelante por la IC y de la cual este Fideicomiso ha sido parte. Desde el año 2022 en adelante parecería haberse estabilizado.

Cuadro 7: AP medido	
Año	miles UI
2024	35.948
2023	34.905
2022	34.437
2021	39.982
2020	45.475
2019	55.417
2018	55.498
2017	55.152

Fuente: CARE en base a UTE

Según se puede observar en el Cuadro 6, una caída de este rubro afecta el ingreso por subsidio pero afecta en mayor medida el egreso por consumo (última cifra de los egresos).

Por otro lado, el subsidio (eficiencia energética) se cobró por primera vez en el año 2016, en el año 2019 tuvo un fuerte aumento (mayor al 120% en relación al 2018), esto es debido a la aplicación de planes de eficiencia por parte de la Intendencia. En este caso, conservadoramente, se tomó el ingreso correspondiente al año 2018.

Todas estas variables tomadas en conjunto permiten afirmar que el análisis de suficiencia sigue siendo satisfactorio y no hay motivo para suponer otra cosa. Hasta el momento, el Fideicomiso no ha tenido inconvenientes en cumplir con sus obligaciones ya que ha recibido los montos necesarios.

Relación de los compromisos asumidos por la IC y su presupuesto

No obstante lo anterior, en virtud de la profusión de fideicomisos suscriptos por la IC (Cuadro 1) que comprometen parte de sus ingresos futuros, interesa analizar la afectación de los mismos considerando dichos compromisos, incluyendo éste.

En el Cuadro 1 se puede observar la totalidad de los compromisos anuales asumidos por la IC en los distintos fideicomisos según fecha de vencimiento. Todos ellos están respaldados por cesiones de tributos u otros ingresos a que tiene derecho la IC por lo que afectan de un modo u otro la libre disponibilidad de ingresos futuros. De acuerdo a dicho cronograma, el año de mayor afectación siempre es el próximo dado el monto decreciente en la mayoría de las operaciones; en este caso es el año 2026 con UI 297.4 millones, interesa por tanto, analizar la incidencia de esa cifra en el total del presupuesto de la IC.

⁶. CARE lo estimó entre UI 100 millones a UI 107 millones anuales en el periodo.

En el cuadro siguiente se exponen las cifras relevantes, a efectos de este análisis, del presupuesto quinquenal vigente.

CUADRO 8: Presupuesto en millones de UI					
Concepto	2021	2022	2023	2024	2025
Total Ingresos	1.668	1.758	1.817	1.852	1.881
Origen Departamental	1.294	1.381	1.409	1.437	1.466
Origen Nacional	374	377	408	415	415
Total Egresos	1.668	1.758	1.817	1.852	1.881
Rubro 0	815	815	815	815	815
Egresos Corrientes	650	722	772	778	777
Amortización de deudas	190	218	214	209	265
Saldo para financiar obras	13	3	17	49	24
Saldo	-	-	-	-	-

Fuente: Presupuesto quinquenal IMC;

Conversión a UI según cotización al 30/6/2021 \$ 4,9678 (CARE)

NOTA: no incluye los denominados Nuevos Ingresos para Financiar OBRAS ni como ingresos ni como egresos (Fondo DESCA) por tener destino específico y efecto neutro en el presupuesto
Tampoco incluye la partida de \$ 265 millones anuales correspondiente a la Junta Departamental

Si se compara la mayor cifra comprometida según Cuadro 1 con los ingresos presupuestados para el año 2025 (último conocido), aquella representa algo menos de 16 % del total de dichos ingresos; relación no despreciable pero que deja indemne un rubro tan sensible como lo es el correspondiente a los servicios personales tal como se demuestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 9: análisis de cobertura Rubro 0 (millones UI)	
Concepto (millones UI)	2025
Ingresos totales de la IC	1.881
Cesiones totales año 2026	(297)
Excedente	1.584
Rubro 0 año 2025	(815)
Saldo disponible	769

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede observar que, si a los ingresos totales estimados en el año 2025 se le deducen las cesiones comprometidas a la totalidad de los fideicomisos, resta aún un remanente que casi duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0. Cabe agregar, además, que, como se observa en el Cuadro 1, los compromisos anuales fueron calculados con criterio conservador y que son decrecientes en el tiempo.

Por otra parte, es de hacer notar que la cuantía de los créditos cedidos en esta operación está relacionada con la obra que motiva la misma. En efecto, una vez completado el recambio de luminarias (cosa que ya ocurrió, al menos respecto a lo proyectado en esta operación), se espera que Canelones cuente con mayor alumbrado público pero con un consumo más eficiente; debería darse un incremento en el ahorro neto por concepto de alumbrado público, cosa que a juzgar por lo que muestra el Cuadro 6 es lo que está ocurriendo. De alguna forma puede inferirse que la obra se autofinancia.

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 viene asumiendo la IC, CARE consideró necesario analizar la eventualidad de una fuerte caída en los ingresos municipales producto de una crisis como la que atraviesa el país por motivo de la pandemia.

Una referencia es 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%

Otra crisis más reciente fue la verificada con motivo de la pandemia, en esa instancia, la recaudación de los tributos descentralizados de la IC cayó en el año 2020 casi 10 % según puede apreciarse en el cuadro siguiente.

Cuadro 10: cobranza descentralizada		
año	miles de UI	variación
2013	566.605	
2014	633.362	11,78%
2015	729.740	15,22%
2016	812.149	11,29%
2017	825.537	1,65%
2018	884.692	7,17%
2019	937.453	5,96%
2020	847.799	-9,56%
2021	923.192	8,89%
2022	1.021.015	10,60%
2023	1.290.931	26,44%
2024	1.337.698	3,62%

Fuente: IC

Nota: conversión UI estimada por CARE

A partir del episodio mencionado la recaudación de tributos fideicomitidos retomó la tendencia creciente. De acuerdo a la información disponible a julio de 2025 por concepto de SUCIVE se ratifica la tendencia creciente mencionada; dado el peso relativo de este concepto en el total recaudado (más de 50%) se asume confortablemente que la tendencia creciente también se mantendrá a nivel global.

A modo de análisis de sensibilidad, entonces, se consideran los mismos compromisos básicos y se les confronta con los ingresos abatidos en 10 %; el resultado se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 11: Sensibilización (millones UI)	
Concepto	2025
Ingresos de la IC (abatidos un 10%)	1.693
Cesiones totales año 2026	(297)
Excedente	1.396
Rubro 0 año 2025	(815)
Saldo disponible	581

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede comprobar que aún en el caso en que ocurriera una nueva y drástica caída en los ingresos (10% en términos reales) los recursos obtenidos serían suficientes para cancelar los compromisos financieros sin que se afecte el Rubro O, como mínimo.

Esto sin considerar que ningún analista pronostica una caída del PBI, al menos en el corto plazo, de la magnitud de la ocurrida en la crisis citada.

De hecho, en el año 2020 cuando se registró una caída de casi 10 % en la recaudación de tributos de la IC no fue impedimento para que la IC cumpliera con todas sus obligaciones, ya en el año 2021 se dio una recuperación del 8,89 % y desde entonces se mantiene la tendencia creciente.

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 muy 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 el largo plazo) 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 decisiones políticas, y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos.

Riesgos considerados

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

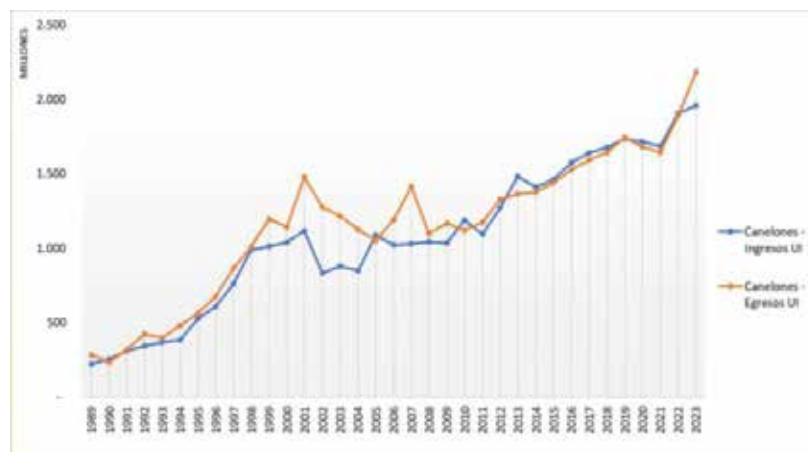
Destaca en cambio el riesgo político, que en este caso a su vez se puede descomponer en dos consideraciones.

1. Por una parte podemos juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aun cambiando los gobiernos nacionales o municipales como en este caso. Como se ha indicado, el proyecto de Ley de Presupuesto a consideración del Parlamento y que habrá de regir por los próximos 5 años, reproduce en su artículo 614 una partida similar a la que dio respaldo a esta operación demostrando que se mantiene el apoyo político.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara un déficit municipal difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aun existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC (por una mayoría de 23 ediles en 27 presentes) 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. En el caso particular que nos ocupa, además, las fuentes de los créditos cedidos tienen que ver con disposiciones presupuestales nacionales y acuerdos con la UTE.

Con respecto a los temas presupuestarios de la IC⁷, 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 aun considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación cedida procede de fuentes ajenas a la IC con mandato de transferirla en primera instancia a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de los ingresos de la IC fue analizada en este mismo informe bajo el título Análisis de Sensibilidad comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico.

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



Puede observarse en la gráfica una razonable situación de equilibrio en la serie analizada.

Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central dada la vinculación de esta operación no solo con instituciones nacionales, quizás las Administradoras de Fondos Previsionales, sino de éstas con el crédito del país. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba al 17/10/2025, con un índice UBI⁸ de 69 puntos, se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública.

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

⁷. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

⁸. El UBI - Uruguay Bond Index. Fue desarrollado en el marco del trabajo Spread Soberano: evidencia empírica del caso uruguayo (Diciembre 2001) [1] donde se investigaron los determinantes del riesgo país de Uruguay.

CUADRO 12: Expectativas y metas macroeconómicas

Uruguay (1)	2024	2025	2026	2027
PIB: Variación Real	3,10%	2,60%	2,20%	2,40%
Inflación	4,80%	4,70%	4,10%	4,40%
Tipo de cambio (USD) al final del periodo	44,00	41,50	41,80	42,70
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) (2)	-4,10%	-4,20%	-4,50%	-3,90%
Deuda Neta (GC y BPS) (como % PIB)	58,00%	57,70%	60,40%	61,90%
Riesgo País (3)	79	70		
Mundo (2) "Perspectivas de la economía mundial"	2024	2025	2026	
Mundo (variación PBI)	3,30%	3,00%	3,10%	
USA	1,80%	1,50%	1,60%	
Alemania	-0,20%	0,10%	0,90%	
Japón	0,20%	0,70%	0,50%	
China	5,00%	4,80%	4,20%	
India	6,50%	6,40%	6,40%	
Brasil	3,40%	2,30%	2,10%	
México	1,40%	0,20%	1,40%	

(1) PE presenta Proyecto de Ley de Presupuesto (31/8/2025)

(2) FMI, Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial a julio 2025

(3) Riesgo País a fin del año 2024 y agosto 2025

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por la IC como por RAFISA y los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.⁹

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁹ . CATEGORÍA BBB (80 a 84.9 puntos)

Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. 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 en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**