

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

Montevideo, octubre de 2025

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

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE
"FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO AGROALIMENTARIO"
08 - octubre - 2025**

Plazo de los títulos,	20 años a contar desde la primera fecha de amortización de capital (febrero 2021).
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por la suma de UI 240 millones de Valor Nominal
Activo Fideicomitado:	Cesión de la Intendencia de Montevideo de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE).
Emisor:	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA)
Fideicomitente:	Intendencia Departamental de Montevideo (IM)
Amortización:	El capital de los TTDD se amortiza en 120 cuotas bimensuales luego del período de integración (febrero 2021). La IM se reserva el derecho de realizar cancelaciones anticipadas dentro de cada año.
Pago de intereses:	mensualmente durante el período de integración y luego en cuotas bimensuales conjuntamente con la amortización de capital.
Tasa:	6% lineal anual.
Fiduciario:	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA)
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A.uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2026 ¹
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Generadas por Intendencias Departamentales

¹ . La calificación puede ser revisada en cualquier momento si ocurren hechos que así lo justifiquen

Resumen General

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

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

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

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

Respecto de los títulos de deuda:

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

Respecto de la Administración:

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos.

Respecto de los flujos proyectados:

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda (de éste y otro fideicomiso anterior, denominado Fondo Capital) representa, en términos anuales, un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (2,22 %) y aún de la cobranza que se cede, 9,5 % de la misma.

- No parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico (como el que atravesó el país en 2020 por la emergencia sanitaria), pudiera hacer caer la cobranza por concepto de patente de rodados (y otros ingresos vehiculares) por debajo del nivel exigido en esta operación.
- Corroborando lo anterior, el severo análisis de sensibilidad practicado por CARE, dejando cubierto como mínimo el Rubro 0², sigue siendo satisfactorio.
- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IM, tanto la propia como la de origen nacional.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- La votación lograda en la Junta, la intervención del Tribunal de Cuentas, así como la creación de estructuras de supervisión de amplia base política, permiten contemplar satisfactoriamente los aspectos del riesgo político que podrían afectar la situación de los compromisos asumidos en esta operación. Por otra parte, otras fortalezas de la naturaleza misma de la estructura colaboran en este sentido. Esto se considera así aun en un escenario de rotación del poder político al frente de la IM.
- No se advierten otros riesgos de este tipo que puedan afectar significativamente la situación de los compromisos asumidos, que no estén debidamente contemplados. En particular se destacan los compromisos contractuales, que apuntan a brindar información relevante, tendiente a resguardar el rubro de retribuciones personales³.
- Adicionalmente, esta operación fue una de las tres previstas con idéntica finalidad, obtener el financiamiento necesario para la construcción del Parque, las otras dos contribuyeron a la realización de la obra.
- Habiendo culminado satisfactoriamente la obra que dio motivo a la estructuración de esta operación, los eventuales riesgos vinculados a la misma, desaparecieron.
- Las dificultades de funcionamiento de la UAM que han sido de pública notoriedad (y que aún persisten), no afectan el normal funcionamiento de este Fideicomiso ya que el repago de los títulos depende de un financiamiento propio de la IM derivado de la recaudación del SUCIVE.

². Condición mínima para alcanzar grado inversor según metodología de CARE

³ Cláusula 26, Contrato de Fideicomiso.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

Los tributos a fideicomitar por parte de la IM son los derechos de crédito transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso, correspondientes a los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, por el cobro de los tributos de Patente de Rodados y otros ingresos que recaude el SUCIVE. Estos son los recursos cedidos al SUCIVE según Ley No. 18.860 del 28/12/2011. La Cesión de Créditos incluye los pagos realizados bajo el contrato de Fideicomiso SUCIVE así como los eventuales contratos que se firmen en el futuro para la cobranza de los Ingresos Vehiculares de la IM hasta la concurrencia de todos los importes adeudados bajo el Contrato de Fideicomiso en los plazos y condiciones establecidos.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una firma autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio⁴.

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 corresponde⁵.

⁴ La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera.

⁵ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores nominativos, indivisibles y pertenecerán en una primera instancia al beneficiario (los inversores) y fueron emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se amortizarán en un período de 20 años en 120 cuotas bimensuales iguales y consecutivas conjuntamente con los intereses. Esto comenzaría a partir del mes de febrero siguiente a la última integración. La última emisión ocurrió el 5/3/2020 por lo que el periodo de amortización comenzó en febrero de 2021.

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales

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

2. Antecedentes generales

El análisis detallado de los antecedentes formó parte del análisis de contingencias jurídicas el que se puede consultar en el Anexo 1 informe de calificación original⁶. Una síntesis de los mismos se expone a continuación.

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

⁶. www.care.com.uy

- El Decreto habilitó a la Intendencia a constituir un Fideicomiso mediante el aporte de activos del Fondo.
- Con fecha 25 de diciembre de 2017, por Resolución N° 5817/17 el Intendente de Montevideo resuelve constituir el Fideicomiso Financiero y ceder al mismo activos del Fondo provenientes de la recaudación del SUCIVE.
- Con fecha 21/12/2017 la Comisión de Seguimiento del SUCIVE - creada por art. 3 de la Ley 18.860 - otorgó el aval a la IM para afectar sus ingresos del sistema por hasta los importes comprometidos en la estructura, en consonancia con la resolución del Sr. Intendente y el decreto de la Junta Departamental de Montevideo antes referidos.
- En virtud de ello, las partes constituyen el Fideicomiso, mediante el cual el Fideicomitente cede créditos provenientes del Fondo Agroalimentario con el fin de que a través del mismo se emitan Títulos de Deuda a favor de los Titulares y con el producido de la emisión, el Fondo Agroalimentario financie en parte el proyecto del Parque Agroalimentario de la Unidad Alimentaria de Montevideo, de acuerdo a los términos y condiciones que se establecen en el Contrato de Fideicomiso.
- Las obras culminaron y en febrero 2021 el Parque fue inaugurado y se encuentra operativo. Según consta en Acta de Recepción Provisoria de obras de fecha 8/2/2021 "Se deja constancia que la obra principal terminó el 28/11/2020 fecha desde la cual comenzó el proceso de recepción provisoria de la obra el cual ha finalizado a la fecha".
- Casi de inmediato, la institución recién inaugurada enfrentó varios conflictos de orden político y posteriormente enfrentó dificultades financieras. Todo ello con amplia repercusión pública en los medios; sin embargo no ha tenido consecuencias negativas en el fideicomiso que nos ocupa.

3. Objeto de la calificación e información analizada.

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

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

- Informe de calificación original y actualizaciones subsiguientes
- Informe de calificación y sus actualizaciones del "Fideicomiso Financiero Fondo Capital I"
- Informes de calificación de los fideicomisos de oferta privada: "Fideicomiso Financiero Para el Financiamiento del Parque Agroalimentario II" y "Fideicomiso Financiero Para el Financiamiento del Parque Agroalimentario de Montevideo"
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025.
- EE CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- Actualización de la recaudación del SUCIVE al mes de julio de 2025 inclusive.

4. Hechos salientes del periodo.

- Los datos parciales correspondientes a la recaudación del SUCIVE de la IM correspondientes al año 2025 sugieren que no habrá de repetirse la caída de recaudación registrada el año anterior. En efecto, la información del primer semestre indica que para 2025 la recaudación fue de UI 1.009 millones contra UI 990 millones registrada en igual periodo de 2024, casi 2 % de recuperación. En enero, que representa históricamente más del 50 % de la recaudación anual, fue de UI 705 millones en el corriente año contra UI 702 millones en enero del año anterior.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

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

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

**Calificación
de Riesgo:** A.uy

Análisis Jurídico

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

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

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

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

Más adelante:

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

El informe de contingencias jurídicas culmina de la siguiente manera:

“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, y no se advierten riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión.”

Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *Riesgo bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC 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 1: Estado de Situación Patrimonial (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 2: Estado de Resultados (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.

El Fideicomiso

El fideicomiso se constituyó mediante contrato entre RAFISA y la IM de fecha 23/03/2018; El BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores el 24/8/2018 (comunicación No. 2018/163).

La suscripción de valores se realizó el 20/09/2018 por la totalidad autorizada. Las emisiones se realizaron en menor tiempo del previsto. A marzo de 2020 ya se habían emitido la totalidad de los títulos autorizados por un valor de UI 240 millones, todos ellos a una tasa de interés anual de 6 % lineal en UI y en las mismas condiciones de plazo, 20 años a partir del primer pago de amortización que, de acuerdo a la definición contractual, quedó fijado a partir de febrero de 2021.

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

Un resumen del estado de situación intermedio del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2025 se puede ver en el siguiente cuadro:

Cuadro 3: Estado de Situación Patrimonial del Fideicomiso
(miles de \$)

Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	1.711.217	1.694.149	1.679.659
Activo Corriente	172.319	164.183	150.932
Activo no Corriente	1.538.898	1.529.966	1.528.727
Pasivo	1.533.979	1.522.400	1.515.296
Pasivo Corriente	81.200	77.852	71.639
Pasivo no Corriente	1.452.779	1.444.548	1.443.658
Patrimonio	177.238	171.748	164.362
Pasivo y Patrimonio	1.711.217	1.694.148	1.679.659
Razón Corriente	2,12	2,11	2,11

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En el semestre informado se han abonado UI 10.1 millones de los cuales UI 4 millones correspondieron a amortización de capital y UI 6.1 millones a intereses. En consecuencia, el saldo de TD's que resta amortizar al cierre del semestre era de UI 205.4 millones. El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones.

El cronograma restante de fondos SUCIVE a percibir así como los pagos a realizar hasta cancelar los títulos con los intereses correspondientes, se expone en el Cuadro 4.

Riesgos considerados:

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. Como queda referido el fiduciario recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza de patentes de vehículos y demás ingresos vehiculares de la IM y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

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

Si bien el repago de los títulos no se vincula con la buena marcha de la construcción del Parque Agroalimentario, es de destacar que fue creada una Comisión Especial integrada por 7 ediles titulares, 4 de ellos pertenecientes a los partidos políticos con representación en la Junta que no hayan obtenido el cargo de Intendente con el cometido de realizar controles en la marcha de las obras; además, se previeron otras fuentes de financiamiento complementaria a esta, todo lo cual posibilitó la culminación de la totalidad de la obra. Tampoco se vincula el repago de los títulos con la marcha de la UAM, ya que los créditos cedidos al Fideicomiso provienen de fuentes propias de la IM que nada tienen que ver con los recursos generados por esa actividad.

Análisis de Suficiencia

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

En el cuadro siguiente se incluye un cronograma tentativo de pago del saldo de los títulos (amortización e intereses) de ambos fideicomisos en conjunto luego de finalizado el primer semestre de 2025.

El Fideicomiso anterior realizó una emisión de UI 900.8 millones mientras que éste emitió UI 240 millones. La cesión de tributos para atender estas obligaciones fue de UI 18 millones bimensuales en el primero mientras que en este es de UI 3.7 millones lo que hace un total de UI 21.7 millones bimensuales o UI 130.2 millones anuales.

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

año	Fondo Capital		Fondo Agroalimentario			
	capital	intereses	capital	intereses	total pagos	cesiones
2025	22.075	28.188	4.138	5.973	60.374	65.100
2026	46.482	51.335	8.647	11.576	118.040	130.200
2027	49.725	48.081	9.165	11.057	118.028	130.200
2028	53.238	44.600	9.715	10.507	118.060	130.200
2029	56.931	40.874	10.298	9.924	118.027	130.200
2030	60.895	36.888	10.916	9.306	118.005	130.200
2031	65.129	32.626	11.571	8.651	117.977	130.200
2032	69.723	28.067	12.265	7.957	118.012	130.200
2033	74.587	23.186	13.001	7.221	117.995	130.200
2034	79.812	17.965	13.781	6.441	117.999	130.200
2035	85.397	12.378	14.608	5.614	117.997	130.200
2036	91.433	6.400	15.484	4.738	118.055	130.200
2037			16.414	3.808	20.222	22.200
2038			17.399	2.824	20.223	22.200
2039			18.443	1.780	20.223	22.200
2040			19.549	673	20.222	22.200
Totales	755.428	370.587	205.396	108.050	1.439.459	1.586.100

Fuente: CARE en base a RAFISA

NOTA: las dos primeras columnas corresponden al Fideicomiso Fondo Capital y las siguientes al Fideicomiso Fondo Agroalimentario

Como se ha dicho, los pagos son bimensuales (en ambos fideicomisos) por lo que los saldos correspondientes al año 2025 son en realidad algo menores a la fecha de redactar este informe.

El cálculo de los intereses se hizo en forma anual sin considerar las amortizaciones que se van haciendo a lo largo de cada año por lo que están sobreestimados. Aun así, los montos comprometidos por la IM (última columna, sumadas ambas cesiones) son suficientes para afrontar estos pagos.

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

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

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

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

Nota: la conversión a UI se hizo según cotización al 31/12/2020: 4,7846
Fuente: Sitio web de la IMM

Por otra parte, la recaudación real del SUCIVE correspondiente a la IM se situó en 2024 en el orden de las UI 1.367 millones, esto representa una caída de casi 5 % respecto al anterior; significativa por cierto pero que no afecta la conclusión de suficiencia y, además, no es posible asumir que se trate de un cambio de tendencia. De hecho, la información parcial disponible para el corriente año indica que en el primer semestre de 2025 dicha recaudación se sitúa, en términos de UI, casi 2 % por encima del mismo periodo del año anterior.

Cuadro 6: Recaudación SUCIVE (millones UI)

Año	Monto	Variación
2024	1.367	-4,94%
2023	1.438	2,28%
2022	1.406	2,63%
2021	1.370	9,16%
2020	1.255	-5,99%
2019	1.335	1,75%
2018	1.312	6,23%
2017	1.235	11,36%
2016	1.109	9,48%
2015	1.013	19,32%
2014	849	14,88%
2013	739	

Fuente: RAFISA

En términos anuales, el compromiso de tributos a fideicomitir (sumadas ambas operaciones) es de UI 130.2 millones anuales. Esto representa 2,22 % de los recursos presupuestales totales de la IM para el año 2025 y 9,5 % de la recaudación del SUCIVE del 2024 (9.05 % respecto a 2023) (Ver Cuadros 5 y 6). Queda claro que una caída de la recaudación del tributo cedido, en niveles relativamente importante, apenas incide en la porción que se compromete.

Interesa no obstante, analizar la cadencia en que habrá de producirse la cesión de tributos. Está previsto que la remuneración de los títulos se haga en cuotas bimensuales pero la IM se reserva el derecho de anticipar, dentro de cada año, el pago total en el primer vencimiento, esto es, en el mes de febrero. Esto responde a que, si bien la recaudación de los tributos vehiculares se distribuye de la misma forma que el pago propuesto (en forma bimensual) la misma no es proporcional sino que tiene una alta concentración en la primera cuota anual (enero) por el incentivo que representa el descuento ofrecido por cancelación de la patente anual en esa fecha. Al respecto la IM informaba en el Prospecto de esta operación que, históricamente, en enero se concentra alrededor del 50 % de la recaudación total mientras que para las 5 restantes cuotas (meses impares) la recaudación oscilaba entre 6 % y 7% en cada cuota completándose el resto de la recaudación en los meses sin vencimiento (pares) a razón de 2 % a 5 %.

CARE verifica que esta estructura se mantenga esencialmente vigente a partir de la recaudación del SUCIVE cada año, el último de los cuales (año completo) corresponde al año 2024 inclusive.

Del cuadro siguiente se desprende que, efectivamente, la distribución de la recaudación se mantiene básicamente en los términos informados en el Prospecto

Cuadro 7: Recaudación Sucive 2024 (millones UI)		
mes	2024	%
enero	702	51%
febrero	36	3%
marzo	90	7%
abril	34	2%
mayo	89	7%
junio	38	3%
julio	91	7%
agosto	35	3%
setiembre	87	6%
octubre	37	3%
noviembre	85	6%
diciembre	43	3%
Total	1.367	100%

Fuente: RAFISA

Puede comprobarse, también, que el compromiso de ceder al fideicomiso UI 18 millones bimensualmente es perfectamente alcanzable; es más, si la IM optara por anticipar los pagos de todo el año al primer vencimiento (bimestre enero/ febrero) se observa que también sería posible. Para el año 2025 se mantiene esta opción sin dificultades ya que la recaudación a enero de los corrientes fue de UI 705 millones, superior a la registrada en enero del año anterior.

Otras cesiones

Según cláusula 26 literal d del contrato de fideicomiso, la IMM se obliga a *"informar por escrito a la Calificadora de Riesgo y al Fiduciario respecto de los nuevos préstamos o financiamientos a los que accediere a cualquier título (mutuos, descuento de créditos, fideicomisos, etc.) dentro de los diez días hábiles subsiguientes a su obtención o constitución. En caso de que el Fiduciario tome*

conocimiento del incumplimiento de la presente obligación y que la calificación de riesgo resultante a partir de considerar esa nueva información financiera no correspondiere a grado inversor, el Fiduciario convocará a la Asamblea de Titulares, la que tendrá la facultad de resolver la caducidad anticipada de los Títulos de Deuda, en los términos previstos en la cláusula 24.5 precedente”.

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

Sensibilización

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

A modo de sensibilización, se estableció la eventualidad de un escenario de crisis económica que implique una caída importante de la recaudación. En tal sentido, la información que obra en poder de CARE proporcionada por OPP, establece que en la crisis del 2001/2003 cayeron mucho más los ingresos de las intendencias en general, provenientes de fuentes locales, que las provenientes de origen nacional. En Montevideo el comportamiento fue diferente y parece lógico en tanto Montevideo se aparta sensiblemente del resto de las intendencias en cuanto a la estructura de sus recursos. Mientras que para el conjunto de las intendencias del interior, los recursos propios representan, en promedio, el 67 % en Montevideo representa aproximadamente, de acuerdo a lo que se puede observar en el Cuadro 5, alrededor del 85 %. Cabe recordar que en ese entonces, el PIB cayó en volumen físico en el 2001 y 2002 un 11,83 %. Por su parte la recaudación total de la IM cayó el 12,8 % real en un solo año (2002) y la propia un 10,6 %

Más recientemente se produjo la crisis sanitaria que provocó una caída en la recaudación de los tributos recaudados por el SUCIVE de casi 6 % en el año 2020 (Cuadro 6). Superada la crisis sanitaria, nada hace suponer otra crisis de esa magnitud.

No obstante, se simuló el efecto que podría tener una caída de recaudación del 10 %, (en pandemia cayó 6%) El resultado, que demuestra que no hay riesgo de atender como mínimo las retribuciones personales⁷ (Rubro 0), se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: Sensibilidad, Ingresos abatidos en 10 %	
Concepto (año 2025)	millones UI
Recursos totales abatidos (10 %)	5.259
Tributos cedidos	130
Recursos disponibles	5.129
Retribuciones personales	2.513
Excedente	2.616

Fuente: CARE en base presupuesto IM

⁷. Condición mínima para merecer grado inversor

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

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

Puede comprobarse que en un escenario como el descripto los recursos de la IM serían más que suficientes para hacer frente a las obligaciones emergentes de este fideicomiso y del anterior sin que corra ningún riesgo el atender, además, los rubros personales y disponer aún de un excedente importante para atender otros gastos de funcionamiento. Por otra parte, cabe recordar que en 2020 (caída de la recaudación del SUCIVE en 6 %) no fue óbice para que la IM cumpliera con su obligación con el Fideicomiso y desde entonces la recaudación se recuperó notoriamente. Tampoco supuso un inconveniente la mencionada caída de recaudación producida en el pasado año 2024, lo que, de acuerdo a lo dicho, no se repetiría este año.

Riesgos considerados

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

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

V. EL ENTORNO

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

Riesgos considerados

En consecuencia no corresponde el análisis del llamado riesgo mercado, como no existe en consecuencia tampoco un análisis del llamado riesgo de políticas públicas sectoriales referidas a ese mercado⁸.

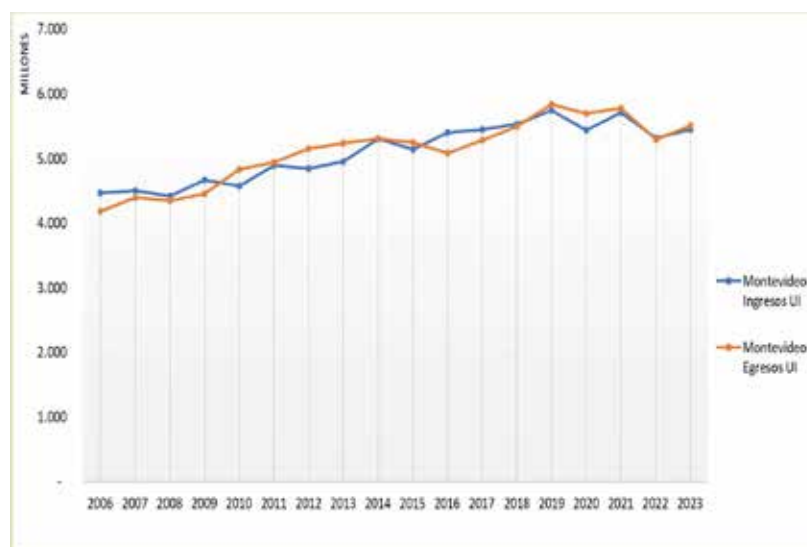
Destaca en cambio el riesgo político, que en este caso a su vez se puede descomponer en dos consideraciones.

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

Conforme a lo dispuesto por el artículo 301.2 de la Constitución de la República el Decreto N° 36.464, del cual deriva toda esta operación, fue aprobado por 27 votos en 30 ediles y contó con la intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que proviene por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar.

Con respecto a los temas presupuestarios, el comportamiento de la administración actual no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por otra parte, la conducta presupuestal histórica de la IM, no se ha caracterizado por ningún desorden manifiesto, tal como se aprecia en la gráfica siguiente.

⁸. Tampoco corresponde evaluar acá el riesgo de conflictos políticos en la conducción de la UAM ya que, como se ha referido en otra sección, no afecta el buen cumplimiento de este fideicomiso.



En el gráfico precedente puede observarse el mantenimiento de un razonable equilibrio presupuestal.

Y aunque las transferencias desde el gobierno central, para el caso de esta intendencia son diferentes en proporción y relevancia a las de las intendencias del interior, tampoco a nivel nacional se pueden prever conductas presupuestales sin atención al equilibrio interno⁹.

Por tanto, no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento derivados de descuido de los equilibrios necesarios, menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación del SUCIVE se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias, aún en hipótesis extremas, no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intendencias. Cabe agregar que el país contaba al 3/10/2025, con un índice UBI¹⁰ de 62, 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.

⁹. CARE dispone de estimaciones de correlaciones de media a altas entre evolución del PBI y la recaudación municipal en periodos largos, que no alteran las conclusiones del análisis.

¹⁰. 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 9: Expctativas 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 ninguna estimación confiable prevé por ahora; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal, muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad; una merma de igual magnitud en la cobranza del SUCIVE; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez, mucho menor.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación A.uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.¹¹

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez

¹¹ . **CATEGORÍA A.uy.** Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **Grado de inversión con observaciones.**