

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO
DE OBRAS VIALES E
INFRAESTRUCTURA DEL
DEPARTAMENTO DE CANELONES”**

Montevideo, setiembre de 2025

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

Actualización de la Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero de Obras Viales e Infraestructura del Departamento de Canelones” 11 - setiembre - 2025

Plazo:	hasta 20 años a partir de la emisión de cada serie.
Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto de UI 510.000.000 (quinientos diez millones de Unidades Indexadas) en dos series de UI 340 y UI 170 millones .
Activos Fideicomitidos:	Cesión por parte de la IC de los derechos por Créditos Departamentales presentes y futuros a que tiene derecho contra los Agentes de Recaudación y el Fideicomiso SUCIVE
Emisor:	República AFISA
Fideicomitente:	Intendencia de Canelones
Amortización de Capital:	18 cuotas anuales iguales y consecutivas en UI a partir del vencimiento del período de gracia para cada serie. La fecha de pago es el último día de febrero de cada año. Pago de intereses. En cuotas semestrales consecutivas en UI con vencimiento los días 28 de febrero y agosto posteriores a la emisión, sin que rija período de gracia.
Tasa:	5% lineal anual en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda.
Plazo de gracia:	hasta dos años desde la fecha de emisión ocurrida el 16/5/2013 para la serie 1 y 15/1/2014 para la serie 2.
Asesor jurídico de calificación original	Herrera Profesionales Asociados
Fiduciario:	República AFISA
Entidad Registrante y Representante:	BEVSA
Administración y pago:	República AFISA
Calificación:	A.uy
Comité de Calificación:	Martín Durán y Julio Preve
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril de 2026 ¹
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Generadas por Intendencias Departamentales

¹ . De acuerdo a la metodología de CARE, la nota conferida, ante la aparición de hechos relevantes que así lo justifique puede ser modificada en cualquier momento.

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado “Fideicomiso Financiero De Obras Viales e Infraestructura del Departamento de Canelones” manteniendo la categoría A.uy de grado inversor.

El objeto de esta emisión consistió esencialmente en la generación de recursos con la finalidad de obtener financiamiento para poner a disposición de la IC los fondos necesarios para la realización de diversas obras de infraestructura de acuerdo con lo establecido en el Plan de Obras que se incluyó en el Prospecto por un monto total de \$ 1.200 millones.

A tales efectos la Intendencia Municipal de Canelones (IC) cedió Créditos Departamentales a favor de este fideicomiso a fin de que la fiduciaria procediera a su securitización mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública en los términos contenidos en el Contrato de Fideicomiso.

En su calidad de Fideicomitente, la IC firmó un Contrato de Fideicomiso Financiero con República AFISA, la Fiduciaria. Mediante el mismo, la IC se comprometió a transferir al FF un flujo de fondos futuro por hasta UI 816.000.000 proveniente de sus ingresos por tributos municipales a través de agentes de cobranza; con el respaldo del patrimonio fideicomitado, la Fiduciaria realizó sendas emisiones de títulos de deuda de oferta pública en los términos y condiciones establecidos en el contrato, hasta completar el total autorizado de UI 510.000.000.

Respecto de los títulos de deuda cabe reiterar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avaló el informe jurídico que se anexara en ocasión de realizarse la calificación original. El tiempo transcurrido sin que se hayan suscitado controversias así lo avala.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente.
- La liquidez adecuada del papel en función de su naturaleza sin perjuicio de las características del mercado de valores uruguayo.

Respecto de los flujos proyectados:

- Practicado una vez más el análisis de suficiencia por parte de CARE no se encontraron dificultades para que la IC pueda cumplir con la cesión de los recursos fideicomitados a que se compromete en esta operación.
- No configura un escenario probable una caída de la recaudación descentralizada de tal magnitud que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas.
- Las obligaciones emergentes de este y otros fideicomisos que se encuentran operativos implican para el año de mayor cesión (2026) un 16 % de los ingresos totales de la IC previstos en el presupuesto para el corriente año y algo más de 22 % de la cobranza descentralizada registrada en el año 2024. En ningún caso se compromete la cobertura del Rubro 0².

². De acuerdo al manual de procedimientos de CARE la indemnidad del Rubro 0 es el mínimo aceptable para merecer grado inversor

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Este instrumento de financiación contó con el apoyo exigido de al menos dos tercios de la Junta Departamental. Una vez aprobado el mismo y habiéndose cumplido los compromisos de realización de obra 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 comprometer obligaciones contractuales legítimas.
- Se han completado las inversiones cuyo financiamiento motivó esta emisión lo que fue corroborado oportunamente por CARE en visitas al terreno y en su momento explicó, entre otras razones, un incremento en la nota.
- Superada la crisis sanitaria, la recaudación fideicomitida retomó su tendencia creciente.

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 República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante República AFISA) por un monto total de UI 510.000.000 (quinientos diez millones de Unidades Indexadas). Esta cifra surge del prospecto informativo presentado al BCU y representa el monto necesario para realizar por parte de la IC una serie de inversiones según Plan de Obras. Los títulos se emitieron con el respaldo de los componentes del presente Fideicomiso Financiero. Estos son:

- la cesión por parte de la IC de un flujo de fondos por hasta UI 816.000.000 provenientes del cobro de tributos, precios y otros ingresos departamentales que la IC percibe a través de Agentes de Recaudación en las condiciones que se establece en el contrato de fideicomiso.
- La IC adhirió al Fideicomiso SUCIVE con fecha 28/12/2011, por lo que desde esa fecha, éste es el titular de los Derechos de Cobro de Ingresos Vehiculares de Canelones, teniendo la IC derecho a percibir el 100% de la recaudación que hiciere el SUCIVE, fondos que también transfiere al Fideicomiso.

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 tomarse 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.

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 corresponde⁴.

La presente fue una emisión de oferta pública, de títulos valores emitidos por República AFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se están amortizando en un plazo máximo de 20 años luego que ha vencido el período de gracia de dos años desde la fecha de emisión para cada una de las dos series emitidas. Esta amortización se está haciendo en 18 cuotas anuales con vencimiento el último día de febrero de cada año mientras que el pago de los intereses correspondientes se hace con una frecuencia semestral con vencimientos en febrero y agosto de cada año. La tasa de interés pactada es del 5% anual, lineal en UI. La primera emisión se produjo el 16 de mayo de 2013 por UI 170.000.000 ampliable a otro tanto, cosa que

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

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

ocurrió. En definitiva, la emisión total de la primera serie fue de UI 340.000.000 de un total previsto de UI 510.000.000 los que fueron completados el 15 de enero de 2014 con la emisión de la segunda serie por UI 170.000.000.

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 Martín Durán Martínez, y por Julio Preve.

2. Antecedentes

- Con ocasión de la calificación y su primera actualización realizada en noviembre de 2013, fueron presentados como antecedentes el conjunto de intervenciones de la IC, de la Junta Departamental de Canelones (JDC) y del Tribunal de Cuentas de la República (TCR) que culminaron con la primera autorización del BCU y la posterior emisión.
- Con fecha 25 de julio de 2013 se presentó ante el Banco Central del Uruguay una modificación del Contrato de Fideicomiso. El proyecto de modificación había sido aprobado por la IC mediante resolución del Intendente de fecha 10 de julio de 2013, previa aprobación de la Junta Departamental con fecha 5 de julio de 2013.
- En virtud de tratarse de modificaciones de un fideicomiso financiero de oferta pública que ya se encontraba operativo, los cambios propuestos requirieron de la conformidad de la asamblea de titulares de títulos de deuda, la que se realizó el 17 de julio de 2013 en la sede de BEVSA. La modificación propuesta se aprobó por la unanimidad de titulares de la deuda emitida.
- CARE, con fecha 24 de julio de 2013, emitió una Nota Complementaria a la Calificación concluyendo que los cambios no afectaban, en lo sustancial, la propuesta original y en consecuencia ratificó la nota conferida.
- Por otra parte, la asamblea de titulares al aprobar los cambios introducidos en el contrato de fideicomiso, cometió a RAFISA, en su calidad de fiduciario, el solicitar a la entidad calificadora (CARE) un análisis de cumplimiento de las obras pagadas con los fondos producto de la emisión de los títulos que se califican. Con fecha 6 de agosto de 2013, el BCU aprobó el planteo.
- Ante la solicitud comunicada por RAFISA, CARE propuso un protocolo de actuación dirigido a dar cumplimiento a dicha verificación, pero aclarando el alcance de la misma así como la responsabilidad de CARE. Este protocolo fue aprobado por la Asamblea de Titulares según Acta de Asamblea de fecha 25 de setiembre de 2013, el que debió ser aplicado con motivo de cada actualización de calificación y mientras hubo obras pendientes⁵. En consecuencia, y en cumplimiento del mismo, CARE ha verificado, ya sea a través de inspecciones técnicas propias o informes de la IC, que el destino de los fondos se orientó efectivamente a la realización de los planes de obras e inversiones propuestos. Esto ocurrió hasta la finalización de las obras objeto de este fideicomiso hecho ya constatado e informado en anteriores actualizaciones.

⁵. Este procedimiento fue recogido en el Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales, aprobado el 27/10/15 por el BCU.

- En el Presupuesto aprobado por el periodo 2021 a 2025 se constata una partida anual destinada a amortización de pasivos que luce suficiente para atender los compromisos emergentes en los fideicomisos acá mencionados.

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 del "Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Canelones I" Series 1 y 2; del "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"; del "Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa"; del "Fideicomiso Financiero Ciudad de la Costa Grinor II"; del "Fideicomiso Financiero Canelones III" y del Financiamiento Recambio de Luminarias de Canelones I
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025
- Información por parte de la IC de la cobranza descentralizada hasta diciembre de 2024 inclusive.
- Información de la recaudación del SUCIVE hasta julio de 2025 inclusive.
- Información de pago de la cuota de intereses correspondiente al mes de agosto de 2025 por parte de RAFISA.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual⁶.

4. Hechos salientes del periodo

- La actualización de la recaudación del SUCIVE a julio 2025 confirma la tendencia creciente de la misma. Esta representa históricamente más del 50 % del total de la cobranza descentralizada por lo que se puede inferir confortablemente que dicha tendencia se mantendrá en el total anual.

5. Otros compromisos⁷

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)

⁶ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

⁷ La IC no ha informado de otras operaciones financieras que las que acá se indican y que supongan cesión de tributos.

- 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)
- 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 siguiendo el orden de prelación preestablecido. 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	20.977	9.996		32.100	15.438	24.075	9.966	136.551
2026	15.600	29.700	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	46.460	18.876	297.397
2027	15.600		38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	45.010	18.122	263.493
2028	15.600		37.000	20.977	19.992	10.217	64.20	30.875	43.600	17.403	259.864
2029	15.600		36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	42.130	16.620	257.111
2030	15.600		33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	40.670	15.873	251.904
2031	15.600		31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	39.240	15.130	247.731
2032	15.600		22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	37.820	14.414	236.595
2033	11.700		7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	36.350	13.656	214.967
2034				20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	34.910	12.924	194.095
2035				20.977	19.992		64.200	30.875	33.460	12.199	181.703
2036				20.977	19.992		64.200	30.875	32.020	11.492	179.556
2037							21.400	30.875	24.500	10.761	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	251.724	229.908	91.953	759.700	447.688	480.245	230.690	2.889.644

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

Los vencimientos correspondientes al año 2025 tienen a la fecha distintos grados de cumplimiento; a los efectos de facilitar la lectura del cuadro precedente los mismos fueron estimados.

En agosto de 2014 se crea el "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público" por el cual la IC cede también (en garantía), parte de su cobranza descentralizada. Esto se incluye en este cuadro (columna UTE); en realidad se trata de un supuesto conservador ya que dicha cesión es en carácter de garantía subsidiaria de una forma de pago que CARE, como calificador de ese fideicomiso, juzgó suficiente, lo que hasta el presente se ha verificado en los hechos. La cuota anual comprometida por la IC en ese fideicomiso asciende a la cantidad de miles de UI 10.217 que, se reitera,

tiene su propia fuente de financiamiento y que, en principio no afecta sus tributos. Una fuente de repago similar tiene el fideicomiso para el recambio de luminarias por lo que, en principio, no afecta los ingresos por tributos. Su inclusión en el cuadro, también responde a un criterio conservador.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario adquiridos por 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 la recaudación correspondiente y necesaria de tributos municipales.

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 510.000.000 (quinientos diez millones) emitidos en una primera serie de UI 340.000.000 efectuada el 16 de mayo de 2013 y una segunda serie de UI 170.000.000 emitida el 15 de enero de 2014.
Interés:	5 % lineal anual en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, calculada sobre saldos, año de 360 días y meses de 30 días.
Plazo:	Desde la emisión hasta la cancelación total de cada serie por hasta 20 años.
Plazo de gracia:	Desde la emisión y hasta dos años con pago de intereses en forma semestral en cuotas iguales y consecutivas en UI. Plazo ya ocurrido.
Pago de Intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagados en hasta 40 cuotas semestrales y consecutivas, incluyendo el período de gracia, en UI pagaderas a partir del mes de febrero siguiente a la emisión y así sucesivamente los 28 de febrero y agosto de cada año hasta su cancelación.
Amortización del capital:	El capital de los Títulos de Deuda será amortizado en 18 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI pagaderas a partir del primer mes de febrero una vez finalizado el período de gracia con vencimiento el día 28 hasta su cancelación. La primera cuota de amortización de la primera serie venció el 28 de febrero de 2015 mientras que la primera cuota de la segunda serie venció el 28 de febrero de 2016.

Garantía: Fondos cedidos por la IC al Fideicomiso provenientes de la recaudación descentralizada de tributos y los fondos del Fideicomiso SUCIVE que le corresponden a la IC también cedidos al Fideicomiso.

Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo SRL.

Calificación de Riesgo: A.uy

Registro: Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

2. 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.

Al no haber cambios en este sentido, simplemente se reitera la conclusión final del informe jurídico contratado oportunamente cuya versión completa acompañó el informe de calificación por lo que se considera innecesario reiterarlo acá. Concluye:

“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se aprecia un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado. ”

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 y el tiempo transcurrido 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 nuestro mercado de capitales que no permite garantizar su inmediata comercialización. *Riesgo bajo.*

III. 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 2: 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 3: 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 de fecha 13/2/2013 celebrado entre RAFISA (Fiduciario) y la IC (Fideicomitente). El mismo se encuentra amparado bajo disposiciones de la Ley No. 17.703 del 27/10/2003.

Como se ha dicho, los vencimientos ocurren los 28 de febrero (amortización e intereses) y los 28 de agosto, solo intereses. En este caso, RAFISA informó a CARE que el pago de la cuota de intereses correspondiente al mes de agosto de los corrientes se realizó en tiempo y forma.

Esta situación se refleja en el cuadro siguiente en que se expone el cronograma de los montos a percibir por parte del Fideicomiso y los pagos por concepto de amortización e intereses de los títulos de ambas series hasta su cancelación.

Cuadro 4: Cronograma de fondos a percibir y pagos a realizar (montos anuales en miles de UI)

Año	Ingresos	Amortización	Intereses
2026	40.500	28.333	9.681
2027	38.500	28.333	8.263
2028	37.000	28.333	6.847
2029	36.500	28.333	5.431
2030	33.500	28.333	4.014
2031	31.500	28.333	2.598
2032	22.500	28.333	1.180
2033	7.000	9.444	-
Total	247.000	207.778	38.014

Fuente: CARE en base a RAFISA y EE.CC del Fideicomiso

El Fideicomiso se encuentra al día por lo que sus obligaciones del año 2025 fueron cumplidas en tiempo y forma.

Según los EE.CC intermedios al 30/06/2025, la situación a esa fecha es la que se expone en forma resumida en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (millones \$)			
Conceptos	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	1.528	1.677	1.803
Activo Corriente	290	318	315
Activo no Corriente	1.238	1.358	1.487
Pasivo	1.410	1.553	1.666
Pasivo Corriente	220	217	212
Pasivo no Corriente	1.190	1.336	1.454
Patrimonio	118	124	137
Pasivo y Patrimonio	1.528	1.677	1.803
Razón Corriente	1,32	1,47	1,49

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En el semestre vencido en junio 2025 se amortizaron ambas series por un monto de UI 28.3 millones, también se pagó la primera cuota semestral de intereses por UI 5.9 millones, a esto se le suma unos UI 5.2 millones por el pago de intereses realizado en agosto a posteriori del cierre informado.

Se puede comprobar a través de la razón corriente que el Fideicomiso tiene cubiertas sus obligaciones de corto plazo con holgura y a través de la cuenta Patrimonio también las de largo plazo ya que nada hace suponer que pueda tener dificultades en percibir los tributos comprometidos.

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 y considerando el tiempo transcurrido la ocurrencia de este riesgo 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 futuro de cobranza necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. Como queda referido, RAFISA recibe la cesión del flujo futuro de la llamada cobranza descentralizada de la IC así como los fondos provenientes del Fideicomiso SUCIVE, que pertenecen a la IC, por concepto de Ingresos Vehiculares. Con el mismo y de acuerdo a la prelación correspondiente, paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda que se emitieron alcanzaron un total de UI 510.000.000 (quinientos diez millones de Unidades Indexadas) y se estableció que podían ser emitidos en tres Series de igual valor. De hecho hubo una primera emisión ampliada por UI 340.000.000 y una segunda por UI 170.000.000, es decir, se completó la emisión del total autorizado.

El flujo que compone el activo subyacente del fideicomiso financiero fue aprobado por la IC conforme a derecho según fuera analizado oportunamente en el informe de contingencias jurídicas que acompañó la calificación original.

Relación de los compromisos asumidos por la IC y su presupuesto

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

Para ello se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal vigente (años 2021 a 2025) y la cobranza descentralizada verificada según informa periódicamente la IC.

En el cuadro siguiente se exponen en forma resumida los principales rubros del presupuesto por el periodo mencionado. Los montos fueron expresados en moneda nacional a valores de 2021 que CARE convirtió a UI para facilitar este análisis.

Cuadro 6: Presupuesto quinquenal de la IC (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

En cuanto a la cobranza descentralizada, que es lo fideicomitado, la IC brinda regularmente información de su evolución histórica que se expone en el cuadro siguiente según años completos (conversión a UI estimada por CARE).

Cuadro 7: 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

La conversión a UI fue estimada por CARE tomando como referencia la cotización al 30/6/2024 (\$ 6,0574); se trata de un criterio conservador ya que, como es sabido, la recaudación no es uniforme teniendo mayor peso la que se realiza en los primeros meses del año. En particular la correspondiente al SUCIVE que en 2024, lo recaudado en el mes de enero, representó casi un 46% del total recaudado por este concepto (RAFISA), por otra parte, según la IC la recaudación del SUCIVE para el año 2024, representó el 53% del total de la recaudación descentralizada.

Puede observarse en la serie analizada que la recaudación descentralizada ha sido creciente en términos de UI a excepción del año 2020 que registra una caída de casi 10 %, tal cual cabía esperar dada la crisis provocada por la pandemia. En el año 2021 se constata una recuperación a niveles similares de pre pandemia lo que es ratificado en los años subsiguientes⁸. 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.

Interesa realizar, una vez más, un análisis de suficiencia no ya para este fideicomiso en particular sino teniendo en cuenta todos ellos. En el Cuadro 1 se informan año a año los compromisos financieros asumidos hasta la fecha. Del mismo se desprende que el desembolso mayor deberá hacerse en el año 2026 con miles de UI 297.397; dicha cifra representa algo más de 22 % de la cobranza descentralizada de 2024 (Cuadro 7) y algo menos de 16 % de los ingresos totales presupuestales previstos para el año 2025 (Cuadro 6). Según esta forma de cálculo y de acuerdo a las cifras citadas en los respectivos cuadros y su tendencia, cabe esperar una relación decreciente de los compromisos asumidos respecto a su fuente de financiamiento tal cual viene ocurriendo.

⁸. Corresponde aclarar que la evolución de esta modalidad de cobranza no se corresponde necesariamente con la evolución de ingresos de la IC ya que incide también los cambios de hábitos por parte de los contribuyentes.

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

En tal sentido, se elaboró el cuadro siguiente en que se compara la totalidad de los ingresos presupuestales previstos para el año 2025 con las cesiones comprometidas para el próximo año (el de mayor monto) y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto.

CUADRO 8: Indemnidad 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 son decrecientes y como se mencionó, fueron calculados con criterio conservador. También hay que recordar que, de ser necesario, prima el orden de prelación encontrándose esta operación entre las más antiguas.

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

Análisis de sensibilidad

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

Una referencia puede ser 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%.

La otra, más reciente, fue el impacto económico producido por la pandemia, particularmente en el año 2020; ningún analista pronostica en el corto plazo una caída en el PBI de la magnitud registrada en la crisis de comienzos de siglo aunque con la pandemia la recaudación de los tributos cedidos cayó casi un 10 % por lo que para este análisis se tomará esta referencia.

A modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos de 10 % referidos al año 2025, último año del presupuesto vigente. El resultado se expresa en el cuadro siguiente.

Cuadro 9: Sensibilidad con ingresos 2025 abatidos (millones UI)

Abatimiento	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Excedente
10%	1.693	297	815	581

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Se puede comprobar que los recursos obtenidos, deducidas las cesiones comprometidas, serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y aún generar un remanente para atender otros compromisos. Por otra parte, en el año 2020 estaba vigente este y la mayoría de los fideicomisos citados en este informe, por lo que la caída de recaudación verificada puso a prueba la suficiencia de los recursos cedidos ya que todos los fideicomisos vinculados a la IC cumplieron en tiempo y forma con sus obligaciones. Esto en sí mismo representó en los hechos una prueba de sensibilidad superada satisfactoriamente.

Riesgos considerados

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

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

V. EL ENTORNO

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

Riesgos considerados

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

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

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

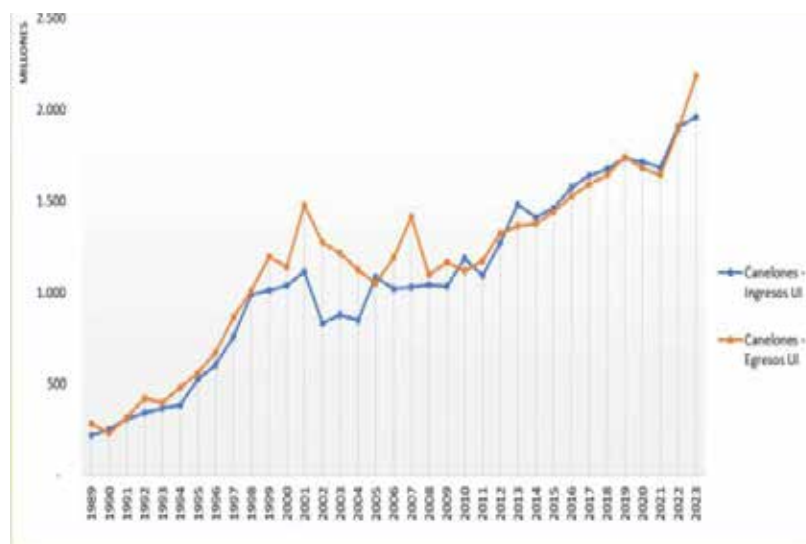
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado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

Con respecto a los temas presupuestarios⁹, tanto la administración actual como lo que se puede colegir de las futuras, no permiten 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 relativamente menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro

⁹. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

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

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



Puede observarse en el gráfico precedente un razonable equilibrio fiscal 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 ID¹⁰ cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba al 3/09/2025, con un índice de riesgo país de 70 puntos (índice UBI de RAFAP) 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.

¹⁰. El proyecto de Ley de Presupuesto actual plantea un incremento de las transferencias a los gobiernos subnacionales de un 20 % en términos reales.

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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 A uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor¹¹.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹¹ . CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)

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