

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO
RIVERA II”**

Montevideo, setiembre de 2025

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TITULOS DE DEUDA
11	III LA ADMINISTRACION
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
18	V EL ENTORNO
21	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de la Emisión de Títulos de Deuda de “Fideicomiso Financiero Rivera II”
17 - setiembre - 2025**

Plazo:	hasta su cancelación prevista para el 28/02/2035.
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 70.000.000 de Valor Nominal.
Activo Fideicomitado:	Cesión de la Intendencia de Rivera de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE).
Fiduciario y Emisor:	RAFISA
Fideicomitente:	Intendencia Rivera (IR)
Amortización:	En 20 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI una vez culminado el período de gracia.El primer vencimiento fue el 28/02/2016.
Pago de intereses:	En cuotas consecutivas en UI, pagaderas en febrero y agosto, los días 28.
Tasa:	6 % lineal anual en UI
Fecha de emisión:	28/04/2015
Gracia:	hasta un año y medio a partir de la fecha de emisión con pago de intereses en febrero y agosto; ya vencida.
Entidad Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	RAFISA
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A+. uy
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril de 2026 ¹
Manual utilizado:	Calificación de Finanzas Estructurados Generadas por Intendencias Municipales

¹ . La calificación está sujeta a cambios en cualquier momento si las circunstancias así lo justifican a juicio de CARE.

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 Rivera II" manteniendo la categoría A+.uy de grado inversor.

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos para la realización de inversiones en obra pública (ya culminadas) por parte de la Intendencia de Rivera (en adelante IR) por un importe de aproximadamente \$ 199.605.000 o su equivalente en UI 70.000.000, según cotización de la época.

A efectos de realizar dichas inversiones, la IR requirió de financiamiento para lo cual planteó oportunamente la emisión de títulos de deuda de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso. El repago de los títulos está respaldado con la parte de cobranza de tributos que transfirió la IR por la suma equivalente en UI de hasta UI 144.000.000 más los fondos necesarios para atender gastos, comisiones e impuestos.

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

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- El presente fideicomiso se realizó al amparo de la Ley 17.703 y en su estructura se contempló la anuencia de la Junta Departamental de Rivera (JR) por, al menos, los dos tercios de votos requeridos y su remisión al Tribunal de Cuentas de la República (TCR). En tal sentido no se advierten riesgos desde el punto de vista jurídico.
- La cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable.
- La liquidez es aceptable tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

Respecto de los flujos proyectados:

- La recaudación comprometida para el pago de las obligaciones emergentes de este fideicomiso representa un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (alrededor de 1,56 %) previstos en el presupuesto vigente y aún de la cobranza que se cede (SUCIVE) representando alrededor de 9,2 % de la misma de acuerdo a lo recaudado en 2024. Como los compromisos son decrecientes y la recaudación fideicomitida estable con tendencia creciente, esta relación es cada vez menor. Hay otra cesión de tributos por parte de la IR que tiene incidencia marginal como se analiza más adelante.
- Tampoco parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de patente de rodados por debajo del nivel exigido en esta operación
- El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar negativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación, aun en un escenario de rotación política.
- CARE constató oportunamente que las obras realizadas eran consistentes con el monto de la emisión de este fideicomiso.
- Superada la crisis sanitaria, no se espera, al menos en el corto plazo, una nueva crisis de una magnitud tal que no haya sido contemplada en el análisis de sensibilidad.

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 Rivera II (en adelante FFRII) por un monto total de UI 70.000.000. Se emitió también un certificado de participación (no calificado por CARE) a favor de la IR por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso. 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 es fideicomitado por la IR a RAFISA por hasta la suma de UI 144.000.000 lo que resulta suficiente para amortizar los títulos, los intereses generados así como los gastos derivados de la creación y administración del fideicomiso.

REPÚBLICA AFISA integra este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por UI 70.000.000 y emitió un certificado de participación a favor de la IR (que no se califica) por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso.

Los tributos fideicomitados por parte de la IR son los derechos de crédito presentes y futuros por concepto de recaudación del impuesto a los vehículos de transporte (numeral 6º del artículo 297 de la Constitución de la República), los recargos, multas y moras, así como las multas que pudieran corresponder a los propietarios, poseedores o conductores, a los que tiene o tenga derecho la IR (en adelante "Ingresos Vehiculares"). Estos son los recursos cedidos al SUCIVE según Ley No. 18.860 del 28/12/11. 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 IR 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 empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio².

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde³.

² La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera.

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

La presente fue una emisión de oferta pública, de títulos valores nominativos, indivisible y fueron emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se están amortizando en 20 cuotas anuales y consecutivas, una vez transcurrido el período de gracia, con vencimiento los días 28 de febrero de cada año habiendo vencido la primera cuota el 28 de febrero de 2016. La última vencerá el 28 de febrero de 2035. Los intereses se cancelan en dos pagos anuales (febrero y agosto) a la tasa de 6% lineal anual sobre saldos.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 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 el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe se anexó al informe de calificación original; también contó, oportunamente, con asesoramiento técnico referido al cumplimiento de las obras.

2. Antecedentes generales

La Intendencia de Rivera decidió oportunamente realizar diversas obras públicas en el Departamento de Rivera por un total de \$ 199.605.000 según detalle oportunamente divulgado y que fuera objeto de verificación en el terreno por parte de CARE.

- El financiamiento de estas obras se ha instrumentado a través de la emisión títulos de deuda realizados por el Fideicomiso; el repago del o los títulos está respaldado con la parte de la cobranza de tributos que transfiere la IR hasta la suma equivalente a UI 144.000.000 más los fondos necesarios para atender gastos, comisiones e impuestos.
- El Artículo 3º de la ley 17.703 prevé que las Intendencias podrán constituir fideicomisos mediante la cesión de derechos de créditos de tributos departamentales, con la finalidad de realización de obra pública municipal, dándose cuenta a la Junta Departamental.
- En ocasión de la calificación original se enumeraron detalladamente la serie de pasos formales seguidos por la IR para instrumentar esta operación; los mismos fueron debidamente analizadas en el informe de contingencias jurídicas, descartándose dificultades en ese sentido lo que fue ratificado en la práctica al no haberse registrado ningún reclamo en ese sentido por lo que se considera innecesario reiterarlos en esta ocasión.
- Una operación similar a esta, en cuanto a sus objetivos, pero de oferta privada y menor cuantía fue ejecutada previamente sin dificultades y ya ha sido cancelada.

- En cambio hay que tener presente que en diciembre de 2013 la IR firmó un acuerdo con la UTE para reestructurar la deuda que, por concepto de alumbrado público, mantenía con dicho ente. Por el mismo, la IR cedió a un fideicomiso el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes, cediendo en garantía, además, el 10% de lo que le corresponde percibir por el SUCIVE así como la totalidad de la cobranza descentralizada de los demás tributos. Este aspecto se analiza más adelante.
- Las obras, cuyo financiamiento motivaron este fideicomiso, han culminado.
- En setiembre de 2019, en ocasión de realizar la actualización correspondiente, el Comité resolvió ajustar la nota al alza quedando en A+.uy.

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 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 del “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público”, realizado por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Informe de Calificación de esta operación y actualizaciones sucesivas.
- Actualización de la recaudación del SUCIVE hasta el mes de julio de 2025 inclusive.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025.
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- RAFISA Informó que el 28/08/2025 se abonó en tiempo y forma la última cuota de intereses del año.

4. Hechos salientes del período:

- La leve caída experimentada en el año 2024 en la recaudación del SUCIVE no se repetirá en el corriente año. Efectivamente, de acuerdo a la información parcial disponible, en el primer semestre de 2025 la recaudación fue del orden de UI 52 millones mientras que para el mismo periodo de 2024 alcanzó unos UI 50 millones; estaría marcando una recuperación del 4 % en términos de UI.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que adquiridos por el o 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 representativos de deuda
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
Monto de Emisión:	UI 70.000.000
Interés:	6% lineal anual en UI
Plazo:	De hasta 21 años desde la fecha de emisión. Fecha de finalización prevista, 28/02/2035.
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda serán cancelados en cuotas consecutivas en UI, pagaderas los días 28 de febrero y 28 de agosto de cada año.
Amortización de capital:	El capital de los Títulos de Deuda está siendo amortizado en 20 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI una vez transcurrido el período de gracia. El primer vencimiento fue el 28/2/2016.
Activo fideicomitado:	Flujo de Fondos por hasta las sumas establecidas en la cláusula 5 lit 5.2 del Contrato de Fideicomiso, provenientes de los créditos presentes y futuros que la IR 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.
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 el informe de calificación como Anexo 1 y que en la oportunidad, por no haber cambios en este sentido, se entiende innecesario reiterar⁴.

El citado 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, no advirtiendo 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 y dado el tiempo transcurrido sin conflictos, 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*.

⁴. Los interesados pueden consultar dicho informe en el Anexo 1 de la calificación original citada www.care.com.uy

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

Se constituyó mediante contrato celebrado entre RAFISA y la IR de fecha 14/10/2014.

Las obras ya han culminado. En lo que respecta al pago de amortización e intereses, los mismos se vienen cancelando regularmente por lo que el fideicomiso está al día con sus obligaciones.

RAFISA informó a CARE que en el mes de agosto pasado el Fideicomiso canceló la cuota de intereses correspondiente por UI 1.050.000; en consecuencia, en el cuadro siguiente se expone el cronograma de pagos restante a partir del año 2026 y hasta su cancelación.

El saldo de los TD luego de cancelada la cuota del corriente año es de UI 35 millones.

Cuadro 3: cronograma de pagos y cesiones a percibir (miles UI)

año	amortización	intereses	total	cesiones
2026	3.500	1.995	5.495	6.900
2027	3.500	1.785	5.285	6.500
2028	3.500	1.575	5.075	6.500
2029	3.500	1.365	4.865	6.300
2030	3.500	1.155	4.655	5.900
2031	3.500	945	4.445	5.800
2032	3.500	735	4.235	5.600
2033	3.500	525	4.025	5.400
2034	3.500	315	3.815	5.400
2035	3.500	105	3.605	4.200
total	35.000	10.500	45.500	58.500

Fuente: CARE en base a información de RAFISA

Como se aprecia en el cuadro precedente, la cifra a percibir por concepto de cesiones es bastante mayor que la cifra a pagar por concepto de cancelación de títulos (amortización e intereses), el excedente es suficiente para afrontar los gastos de administración.

El estado de situación intermedio del Fideicomiso al 30/06/2025 se expone resumidamente en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	338.874	353.090	360.836
Activo Corriente	83.384	83.475	79.341
Activo no Corriente	255.490	269.615	281.495
Pasivo	230.540	245.972	255.615
Pasivo Corriente	27.826	27.730	26.816
Pasivo no Corriente	202.715	218.242	228.799
Patrimonio	108.334	107.118	105.221
Pasivo y Patrimonio	338.874	353.090	360.836
Razón Corriente	3,00	3,01	2,96

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Se comprueba que la capacidad para hacer frente a los compromisos de corto plazo, es alta (razón corriente) y la solvencia patrimonial para afrontar el resto de los compromisos, también.

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 casi nulo.*

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 IR y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda emitidos alcanzaron un total de UI 70.000.000.

Los mismos se están amortizando en 20 cuotas anuales, iguales y consecutivas de UI 3.500.000 cada una a partir del 28/2/16 y los intereses en dos cuotas anuales a una tasa de 6 % lineal anual (3% semestral). Hasta el momento el fideicomiso viene cumpliendo satisfactoriamente con estas obligaciones,

Para hacer frente a estos compromisos, el Fideicomiso cuenta con la cesión de tributos provenientes del SUCIVE que corresponden a la IR. Como se ha referido en otra sección de este informe las obras han sido ejecutadas y abonadas en su totalidad. El saldo a pagar por concepto de amortización e intereses así como el saldo de tributos a percibir se exponen en el Cuadro 3.

Relación de los compromisos en la economía de la IR

Interesa conocer cuanto representa este compromiso que asume la IR respecto al total de sus ingresos por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE) y aún respecto a la totalidad de sus ingresos.

En tal sentido, se tuvieron en cuenta las cifras del presupuesto por el periodo 2022 - 2025.

Cuadro 5: Principales partidas presupuestales (2022 - 2025) (en miles de \$ y miles de UI)				
Concepto	2022	2023	2024	2025
Ingresos totales	2.376.169	2.519.639	2.512.636	2.348.086
De origen departamental	1.111.828	1.155.828	1.152.828	1.152.828
De origen nacional	1.264.341	1.363.811	1.359.808	1.195.258
Egresos totales	2.376.169	2.519.640	2.512.636	2.348.086
Rubro 0	1.084.034	1.086.625	1.089.188	1.095.407
Otros	1.240.263	1.373.953	1.379.064	1.199.708
Aplicaciones financieras	51.872	59.062	44.384	52.971
Cotización UI estimada	5,1612	5,1612	5,1612	5,1612
Total Ingresos miles de UI	460.391	488.189	486.832	454.950
Rubro 0 en miles de UI	210.035	210.537	211.034	212.239

Fuente: CARE en base a información presupuestal (DGH/Intendencia Rivera)

Nota: la conversión a UI se hizo en base a la cotización del 01/01/2022

La información presupuestal brindada por la IR es en moneda nacional; a los efectos de facilitar la comparación con los montos comprometidos en este fideicomiso, CARE la convirtió a UI asumiendo su cotización al 1/1/2022 año en que entró a regir, la misma era de \$5,1612. Los valores en UI, de los rubros relevantes a los efectos de este análisis, se pueden ver en las líneas finales del cuadro precedente.

De acuerdo al Cuadro 3, los montos comprometidos son decrecientes mientras que los ingresos, fuente de las cesiones, son estables o crecientes (aunque el año 2020 cerró con una caída importante en la recaudación del SUCIVE debido a la crisis sanitaria de pública notoriedad, la misma se recuperó en 2021) por lo tanto, la incidencia de los compromisos en las finanzas de la IR tiende a ser decreciente.

Tomando como referencia los ingresos totales presupuestales para el mismo año (Cuadro 5), lo comprometido representa 1,56 % de dichos ingresos.

Si se le relaciona con la recaudación del SUCIVE (que es lo que se fideicomite) y se toma como referencia la recaudación obtenida en 2024, que ascendió a (miles) de UI 74.856 la relación de la cesión comprometida en 2026 (el año 2025 está cancelado) es del orden de 9.2 % de lo recaudado (9,3% el año anterior). Esto es así porque, se reitera, los compromisos son decrecientes mientras que la recaudación, luego de superada la pandemia recuperó su nivel y se mantiene en niveles relativamente estables.

Cuadro 6: Recaudación SUCIVE		
año	miles UI	evolución
2015	63.221	
2016	68.047	7,63%
2017	71.544	5,14%
2018	76.915	7,51%
2019	73.568	-4,35%
2020	65.654	-10,76%
2021	72.366	10,22%
2022	72.170	-0,27%
2023	76.051	5,38%
2024	74.856	-1,57%

Fuente: CARE en base a información RAFISA

De acuerdo al cuadro precedente se verifica que la pérdida de recaudación del 2020 fue circunstancial, recuperándose casi en su totalidad en el 2021. A partir de ahí se mantiene con leve tendencia creciente. El último año experimentó una ligera caída pero la información disponible para el primer semestre de 2025 estaría indicando una recuperación del orden del 4 % respecto al mismo semestre de 2024.

Otras cesiones⁵

La IR ha declarado que no es el único compromiso para el cual ha comprometido ingresos futuros. En efecto, en diciembre de 2013 la IR firmó un acuerdo con la UTE para reestructurar la deuda que, por concepto de alumbrado público, mantenía con dicho Ente. Por el mismo, la IR cedió a un fideicomiso el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes (posteriormente sustituido por el art. 679 de la Ley No. 19.355), cediendo en garantía, además, hasta el 10% de lo que le corresponde percibir por el SUCIVE así como la totalidad de la cobranza descentralizada de los demás tributos.

⁵. La IR no ha informado a CARE de otras cesiones de tributos que las que acá se analizan

CARE, en tanto calificador de ese fideicomiso ha constatado que efectivamente en el caso de la IR ha sido necesario recurrir a dicha garantía. En tal sentido corresponde indicar que la cuota comprometida por la IR asciende a (miles de UI) 3.403 anuales; si bien hasta el momento ha sido cubierta parcialmente con la fuente de recursos dispuesta y el saldo se ha complementado con la garantía que supone cesiones del SUCIVE, en forma conservadora y al solo efecto de este análisis, se ha supuesto que se cancelará enteramente con SUCIVE.

Interesa por lo tanto, analizar los compromisos en forma conjunta ya que afectan la misma fuente de recursos. A esos efectos, CARE elaboró el cuadro siguiente en que se agrupan los compromisos asumidos para el año 2026 (firmes o eventuales) con cargo a la recaudación del SUCIVE tomando como referencia de recaudación la correspondiente al año 2024, último año completo (Cuadro 6)

Cuadro 7: compromisos anuales totales (miles de UI)

año	FFR II	FFAP	total	SUCIVE	Relación
2026	6.900	3.403	10.303	74.856	13,76%

Fuente: CARE en base a información de RAFISA

NOTA: FFAP es el Fideicomiso de Alumbrado Público

En el caso del FFR II se tomó como compromiso la recaudación efectivamente cedida; en el caso del FFAP se tomó la cifra de SUCIVE máxima a utilizar para el caso que la IR no genere nada de la partida establecida en dicho fideicomiso (hipótesis por demás improbable) ello se contrastó con la recaudación del SUCIVE generada en 2024 arrojando una relación de 13,76 % de la misma.

Se puede comprobar, además, en el caso de la eventual cesión al fideicomiso con la UTE, que la cifra máxima a ceder (miles de UI 3.403) es sensiblemente menor al 10 % de la recaudación del SUCIVE en 2024 que fue de miles de UI 74.856.

Se concluye que la IR no debería tener dificultades para afrontar este ni el otro compromiso considerado en este informe. Ni siquiera en un escenario de crisis, como se analiza a continuación.

Sensibilización

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

No obstante, a modo de sensibilización, se establece la eventualidad de un escenario de severa crisis económica. La última de este tipo ocurrió entre los años 2001 a 2002 en que el PBI registró una caída del 11% y la recaudación de los tributos municipales cayó un 14 % real (recaudación agregada de todas las Intendencias excepto la de Montevideo)⁶. Otra referencia más cercana en el tiempo fue la crisis sanitaria provocada por el covid 19 que tuvo su mayor impacto económico en el año 2020, ese año la recaudación del SUCIVE para la IR cayó casi 11 % (ver Cuadro 6).

⁶. Cabe decir, además, que en dos años se normalizó la situación

Nada hace prever, al menos en el corto plazo, una crisis económica que pueda provocar una nueva caída de la recaudación de tributos de ese orden; no obstante, a modo de sensibilización, CARE simuló que pasaría ante una eventual merma de los ingresos de la IR del orden del 14 % (similar a la ocurrida con el SUCIVE entre 2019 y 2020), el resultado se contrasta con el Rubro 0 (sueldos) según se deriva de la metodología.

Cuadro 8: Sensibilización abatimiento 14 % (miles de UI)

año	Ingresos	Compromisos	Rubro 0	Excedente
2025	391.257	10.303	212.239	168.715

Fuente: CARE en base a información de IR

Puede comprobarse que aún en ese escenario (severo e inesperado), la cobertura del Rubro 0 no estaría comprometida y el análisis de suficiencia sigue siendo satisfactorio.

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 casi nulo.*

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 IR, 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.

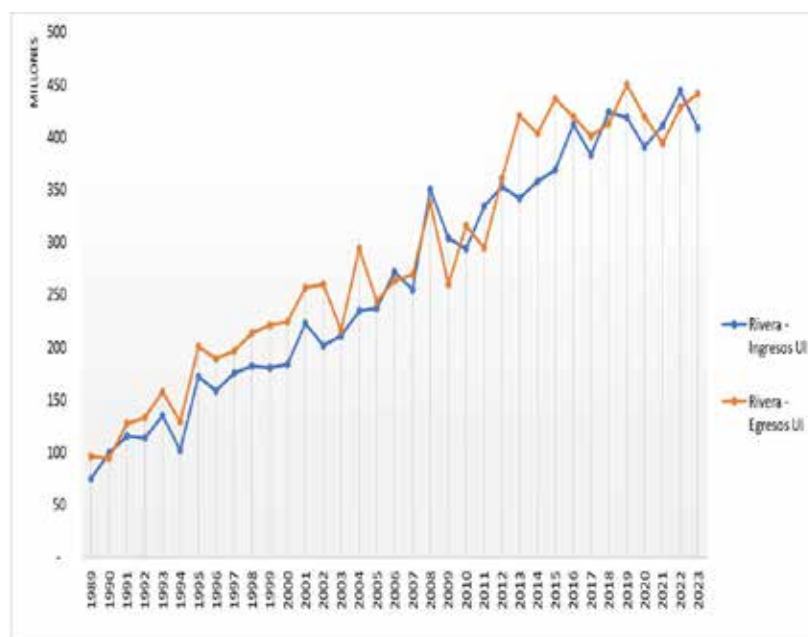
1. Por una parte podemos juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aún cambiando los gobiernos nacionales o municipales.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha 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 IR, al amparo del art.3 de la Ley 17.703. Esto determina una seguridad en su generación que deriva de la misma norma.

Con respecto a los temas presupuestales⁷, el conocimiento 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. Tampoco cabe suponer que una futura administración adopte conductas muy diferentes en este sentido. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos ya fue analizada en este mismo informe sin que sus consecuencias generaran un escenario crítico.

Para ilustrar el comportamiento presupuestal histórico de la IR se adjunta la gráfica siguiente.

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



Del gráfico precedente se desprende la persistencia de un razonable equilibrio presupuestal 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. Además, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID⁸ cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba al 3/09/2025, con un índice de riesgo de 70 puntos (índice UBI-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.

⁸. El proyecto de Ley de Presupuesto actual plantea un incremento de las transferencias a los gobiernos subnacionales de un 20 % en términos reales

CUADRO 9: 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 severa recesión que ninguna estimación confiable prevé; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal; 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 inversor⁹.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁹. **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 previsibles en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **El signo (+) indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje Grado de inversión con observaciones.**