

ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO
SALTO DAYMÁN”

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 calificación de la emisión de títulos de deuda de oferta pública del
"Fideicomiso Financiero Salto Daymán"
19 - setiembre - 2025**

Plazo:	hasta 15 años desde la fecha de emisión con vencimiento el 5/3/2031
Títulos representativos	de deuda escriturales de oferta pública por un monto total de UI 330.000.000 (trescientos treinta millones de Unidades Indexadas)
Activo Fideicomitado:	Cesión de la Intendencia Departamental de Salto de la cobranza descentralizada, incluyendo la realizada a través del SUCIVE.
Emisor:	República AFISA
Fideicomitente:	Intendencia de Salto (IS)
Amortización e intereses:	luego de vencido el período de gracia, en 14 cuotas anuales de UI 37.733.830 cada una (capital e intereses) a partir del 5/3/2018.
Gracia:	el período de gracia, solo para capital, culminó el 5/3/2018.
Interés:	7 % lineal anual en UI; el primer pago de intereses fue el 5/3/2017.
Análisis Jurídico:	Asesor Legal: Dr. Leandro Rama
Fiduciario:	República AFISA
Entidad Registrante:	BEVSA
Entidad Representante:	BEVSA
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	BBB+.uy
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de abril de 2026 ¹
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

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

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 Salto Daymán” manteniendo la categoría BBB+.uy de grado inversor.

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos necesarios para la cancelación de pasivos con proveedores, de una línea de crédito con el BROU, de títulos de deuda en favor del BROU (provenientes de dos fideicomisos privados) y la compra de maquinaria vial por medio de un fideicomiso de administración; todo lo cual alcanzaba una cifra estimada de UI 315.538.716.

El patrimonio del Fideicomiso ha sido constituido con el flujo de fondos generado por los derechos de créditos presentes y futuros que tiene la IS contra el Fideicomiso SUCIVE y contra los Agentes Recaudadores, hasta la suma de UI 552.800.000.

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como se señalara en el informe jurídico que se anexara a la calificación original.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranza de tributos en un monto razonable y suficiente.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada según fue diseñado el instrumento aunque de alcance limitado de acuerdo a las características del mercado doméstico.
- El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones

Respecto del destino de la emisión:

- El destino de la emisión es consistente con la votación unánime de la Junta Departamental, (Decreto 6819/2015 de fecha 11 de junio de 2015) que autorizó a la Intendencia a tomar crédito por hasta 330 millones de UI detallando límites parciales según instrumentos. El mismo ya fue cumplido.

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de la cobranza histórica de tributos en forma descentralizada (SUCIVE y otros)
- La cesión de tributos para el pago de los títulos de deuda de este fideicomiso, representa un porcentaje del orden del 6,68 % de los ingresos totales de la IS de acuerdo al Presupuesto Quinquenal aprobado para el periodo 2021 – 2025.
- Por otra parte, practicado el análisis de suficiencia respecto a la cobranza descentralizada correspondiente a los meses de enero y febrero que es lo que, en principio, se fideicomite, el mismo resulta satisfactorio.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- El riesgo político en este caso refiere especialmente al riesgo que por consecuencias inesperadas de la conflictividad que se vivió en el pasado, se pudieran afectar las voluntades conectadas con el repago de los títulos. Esto, notoriamente no ha ocurrido.
- Asimismo, el tiempo transcurrido sin reclamos contra el fideicomiso, favorece un panorama positivo en cuanto a la preservación del financiamiento en las condiciones establecidas en el contrato.
- Los cambios en la administración no se espera que tengan efectos negativos.

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 RAFISA) por un monto nominal total de UI 330.000.000 según documento de emisión de fecha 25/1/2017. Estos títulos se emitieron con el respaldo del fideicomiso financiero. Este se compone así:

- Cesión al fideicomiso del flujo de fondos futuro que por concepto de tributos departamentales percibe la IS por medio de fideicomiso SUCIVE y demás agentes de cobranza descentralizada por un monto de hasta UI 552.800.000.
- Los bienes fideicomitados respaldan el repago de los títulos, los intereses devengados y demás gastos que demande esta operación y por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso, se emitió un certificado de participación a favor de la IS que no se califica.

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 corresponde"³.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores nominativos, y han sido emitidos por República AFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Tendrá una duración de 15 años desde la fecha de emisión, previéndose una amortización de 14 cuotas anuales luego de transcurrido el período de gracia que finalizó el 5/3/18. Junto con las amortizaciones se pagan los intereses devengados por lo que las 14 cuotas que se están abonando son de UI 37.733.830. El interés pactado en este caso es de un 7 % lineal anual en UI y se paga conjuntamente con cada amortización a excepción del primer pago, efectuado el 5/3/17, en que no hubo amortización de capital. Actúa como entidad registrante y representante la Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA).

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 generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

El comité de calificación estuvo integrado por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve y contó, en ocasión de la calificación original, con la asistencia de su asesor jurídico Dr. Leandro Rama.

2. Antecedentes Generales

Para atender las obligaciones vigentes al asumir la actual administración y otras a futuro y contando con la aprobación de la Junta Departamental se tomaron a esos efectos, fuentes de financiamiento a largo plazo.

- Por decreto número 6819/2015 de fecha 11 de junio de 2015, la Junta Departamental de Salto autorizó, por unanimidad, de conformidad con el artículo 301 de la Constitución, realizar todas las operaciones pertinentes a fin de obtener hasta UI 330.000.000 pagaderas en hasta 15 años contados a partir de cada instrumento, pudiendo cancelar con dichos fondos los que se obtengan a corto plazo, sin afectar el monto total de la operación cuya anuencia se solicitó
- Con fecha 16 de junio de 2015 se constituyó el Fideicomiso Financiero Salto VII, con la finalidad de cancelación de pasivos. Dicho fideicomiso emitió a favor del Banco de la República Oriental del Uruguay cuatro Títulos de Deuda de oferta privada por un importe total de hasta UI 105.000.000, y un Certificado de Participación por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso a favor de la IS.
- Como consecuencia de este fideicomiso, la IS cedió y transfirió flujo de fondos futuros percibidos a través de los Agentes Recaudadores y del Fideicomiso SUCIVE por la suma equivalente de hasta UI 147.000.000 para el respaldo de las emisiones; siendo su vencimiento final el 10 de febrero de 2023.
- Con fecha 25 de setiembre de 2015 se constituyó el Fideicomiso Financiero Salto Arapey, con la finalidad de cancelación de pasivos. Dicho fideicomiso emitió a favor del Banco de la República Oriental del Uruguay un Título de Deuda de oferta privada por un importe de hasta UI 66.000.000 y un Certificado de Participación por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso a favor de la IS.
- Como consecuencia de este fideicomiso, la IS cedió y transfirió flujo de fondos futuros percibidos a través del Fideicomiso SUCIVE por la suma equivalente de hasta UI 91.300.000 para el respaldo de la emisión; siendo su vencimiento final el 5 de agosto de 2023
- Por Resolución de Directorio número 100/16 de fecha 18 de mayo de 2016, el Banco de la República Oriental del Uruguay, en su carácter de titular de los Títulos de Deuda emitidos bajo el Fideicomiso Financiero Salto VII y el Fideicomiso Financiero Salto Arapey, resolvió cancelar los créditos emergentes de dichos Títulos de Deuda contra el pago del capital adeudado a la fecha de cancelación anticipada, más una comisión por cancelación anticipada del 2,5% sobre el saldo de capital, más los intereses devengados hasta la fecha de la cancelación. Los fondos necesarios fueron obtenidos por el precio de la colocación de los títulos emitidos bajo este contrato de fideicomiso.

- Con esta operación la Intendencia de Salto, concretó en un solo instrumento financiero la cancelación de los pasivos existentes, con el límite establecido en el decreto 6819/2015 de la Junta Departamental de Salto.
- Es por ello que el señor Intendente de Salto por resolución número 195 de fecha 26 de setiembre 2016 decidió constituir un fideicomiso financiero con la finalidad de obtener recursos mediante la emisión de títulos de oferta pública con el respaldo del patrimonio fideicomitado, constituido por los fondos que se ceden y transfieren a este fideicomiso.
- La finalidad de los fondos obtenidos por el precio de la colocación fue la cancelación de los Títulos de Deuda y gastos originados en los fideicomisos financieros anteriormente mencionados, la cancelación de la línea de crédito descripta anteriormente, cancelación de pasivos comprendidos en el Anexo 3 del contrato y la adquisición por medio de un fideicomiso de administración de maquinaria vial que se detalla en el Anexo 4 del mismo documento, por un monto total de hasta UI 330.000.000. Esto ya fue cumplido.
- El financiamiento se ha instrumentado a través de la emisión de títulos de deuda de oferta pública realizados por el Fideicomiso; los cuales serán repagados con el producido de la cesión al Fideicomiso del flujo de fondos futuro que por concepto de tributos departamentales percibe la IS por medio de los Agentes Recaudadores y de Fideicomiso SUCIVE.
- El flujo de fondos futuros provenientes de los Agentes Recaudadores y del Fideicomiso SUCIVE referido en la cláusula anterior es fideicomitado por la IS a República AFISA, en su calidad de Fiduciaria, por hasta la suma equivalente a UI 552.800.000. República AFISA integra este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda de oferta pública por la suma de UI 330.000.000 y la emisión de un certificado de participación a favor de la IS por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso.
- La IS 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 Salto, teniendo la IS derecho a percibir el 100% de la recaudación que hiciere al SUCIVE, fondos que también transfiere al Fideicomiso.
- Con fecha 15 de octubre de 2015 la Comisión de Seguimiento del SUCIVE - creada por art. 3 de la Ley 18.860 - otorgó autorización a efectos de realizar las retenciones necesarias del Fideicomiso SUCIVE en consonancia con la resolución del Sr. Intendente y el decreto de la Junta Departamental de Salto antes referidos.
- En nota del 12/1/2018 RAFISA solicita al BCU realizar algunas modificaciones.

- Por último, con fecha 16/5/18, la IS y RAFISA firmaron una modificación y Adenda al contrato original referida a la cancelación de algunas deudas de la IS que, agotadas las gestiones de cobro por parte de ésta, no fue posible hacerlo, así como se modificó el listado de maquinaria y equipos a adquirir. Asimismo se dispuso que los fondos sobrantes sean reintegrados a la IS. Con fecha 17/5/18 el Intendente de Salto comunica lo actuado, en sendas notas a la Junta Departamental de Salto y al Tribunal de Cuentas de la República. Esto en función de lo comunicado por el BCU en nota del 26/1/18.
- De estas modificaciones, la IS dio cuenta al Tribunal de Cuentas de la República y a la Junta Departamental de Salto en sendos oficios nos. 1082/18 y 1083/18 ambos fechados el 4/10/18.
- En cumplimiento a lo dispuesto en la cláusula 24.6 del contrato de fideicomiso, la IS envía a CARE copia de la Resolución No. 163 del 5/6/2020 dando cuenta de un crédito contraído por la comuna. Se trata de un crédito de UI 21.118.413,96 con el banco BBVA a pagar en tres cuotas anuales con vencimiento los 15 de marzo de los años 2021 al 2023. La tasa de interés es de 4,25 % anual en UI. En respaldo de esta operación, la IS cede flujos de cobranza descentralizada y SUCIVE hasta el monto del préstamo (capital más intereses) más un 30 %.
- RAFISA recibe el 8/2/2021 nota del Intendente solicitando extender el plazo dos años, postergando los pagos de intereses y amortización de mayo 2021 y 2022 los que se capitalizarían; la Asamblea de Beneficiarios del 4/3/2021 resuelve postergar el vencimiento del 5/3/2021 al 5/5/2021 y pasar a cuarto intermedio para el 26/4/2021 la resolución del tema de fondo
- En virtud de lo anterior, CARE en nota de fecha 15/3/2021 solicitó y obtuvo del BCU autorización para presentar informe de actualización de la calificación del presente FF fuera del plazo habitual, es decir el 30 de abril. La prórroga fue por 30 días. La comunicación del BCU aceptando la solicitud presentada por CARE fue recibida en fecha 18/3/2021.
- Tal como estaba previsto, el 26/4/2021 se levantó el cuarto intermedio de la Asamblea de Beneficiarios. En dicha ocasión no se obtuvo la mayoría necesaria para aceptar la propuesta presentada por la IS (se requería un mínimo de 75 % de Titulares con derecho a voto y se obtuvo un 74,75 %). En consecuencia, se rechazó la propuesta y el cronograma de pagos se retomó según lo previsto, habiéndose cancelado la cuota vencida en marzo 2021, en el mes de mayo tal como fuera acordado.
- En el informe de actualización de abril 2023 se dio cuenta de la cancelación del préstamo contraído con un banco privado de plaza (según se citó líneas arriba) por algo más de UI 21 millones al pagarse la tercera y última cuota.
- En ocasión de la actualización realizada en marzo de 2024 el Comité resolvió ajustar la nota al alza situándola en BBB+.uy de grado inversor.

3. Hechos salientes del periodo

- La recaudación descentralizada actualizada a diciembre 2024 marca una ligera caída respecto al año anterior. Sin embargo, la información parcial de 2025 estaría indicando que se estabilizó.

4. 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 al momento de esta actualización fue la siguiente:

- Calificación original de esta operación y actualizaciones posteriores
- Información de la recaudación del SUCIVE hasta julio de 2025 inclusive.
- EE.CC intermedios de RAFISA al 30/06/2025.
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- Reporte de la ID sobre recaudación descentralizada a junio de 2025 inclusive.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda de oferta pública emitidos por el Fiduciario y un certificado de participación por el eventual remanente que tiene como beneficiario a la IS que no se califica. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometido a partir de la cesión de la recaudación correspondiente a la IS realizada a través del SUCIVE y demás agentes de cobranza descentralizada en los montos acordados.

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 la Emisión:	UI 330.000.000
Interés:	7 % lineal anual en UI 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 fecha de emisión (enero 2017) hasta el 5 de marzo de 2031 (aproximadamente 15 años)
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda se pagan en cuotas anuales los días 5 de marzo conjuntamente con la amortización de capital excepto la primera cuota con vencimiento el 5/3/2017 en que no hubo amortización.
Amortización del capital:	El capital de los Títulos de Deuda está siendo amortizado a partir del 5/3/2018. En conjunto, serán 14 cuotas anuales de UI 37.733.830 (incluyendo intereses).
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy

Análisis de contingencias jurídicas

En el Anexo I de la calificación original se presentó el informe que recoge el análisis jurídico detallado del Dr. Leandro Rama, respecto de las contingencias jurídicas que pudieran vincularse con el riesgo de repago futuro a los titulares de los títulos a emitirse. En consecuencia se considera innecesario reiterarlo acá.

En suma el informe, que puede consultarse en el Anexo 1 de la calificación original, culmina:

En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos estructurales 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 el tiempo transcurrido sin que surgieran inconvenientes en este sentido, 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

Se constituyó mediante contrato firmado el 20 de octubre de 2016 entre RAFISA y la IS (parcialmente modificado el 16/5/2018). En aplicación de dicho contrato, se consideró un aporte inicial realizado en el mes de octubre de 2016 equivalente al activo fideicomitado por un valor actualizado de UI 349.729.553 o sea \$ 1.221.955.059 según cotización de la UI a la fecha: \$ 3,494.

La emisión de los títulos, según consta en el documento de emisión de fecha 25/1/2017, se realizó por el monto previsto de UI 330 millones.

El cronograma de pagos se viene cumpliendo con regularidad. En el cuadro siguiente se informa el cronograma restante luego de canceladas las obligaciones correspondientes al año 2025.

Cuadro 3: Cronograma de ingresos y pagos del Fideicomiso (miles UI)

año	Ingresos	amortizaciones	intereses	total egresos
2026	39.000	25.144	12.590	37.734
2027	39.000	26.904	10.830	37.734
2028	39.000	28.787	8.947	37.734
2029	39.000	30.802	6.932	37.734
2030	39.000	32.958	4.776	37.734
2031	39.000	35.265	2.469	37.734
Totales	234.000	179.860	46.544	226.404

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

En el mes de marzo de 2018 comenzó la amortización según estaba previsto. A la fecha entonces se llevan canceladas 8 cuotas de las 14 estipuladas. En el corriente año se han abonado UI 37.7 millones de los cuales UI 23.5 millones fue por concepto de amortización de capital y UI 14.2 millones por intereses. Al término del semestre el saldo de TD a cancelar era de UI 179.9 millones.

En el cuadro siguiente se informa resumidamente las principales partidas del estado de situación del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2025 y su comparativo con cierres anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación Financiera del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	1.222.269	1.377.729	1.455.090
Activo Corriente	242.686	236.838	224.851
Activo no Corriente	979.583	1.140.891	1.230.239
Pasivo	1.186.674	1.344.172	1.420.595
Pasivo Corriente	190.365	221.755	209.821
Pasivo no Corriente	996.309	1.122.417	1.210.774
Patrimonio	35.595	33.557	34.495
Pasivo y Patrimonio	1.222.269	1.377.729	1.455.090
Razón Corriente	1,27	1,07	1,07

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede observarse que, tanto la liquidez como la solvencia, siguen sin ofrecer dificultades.

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. RAFISA recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza del SUCIVE correspondiente a la IDS y demás agentes recaudadores y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

El flujo que compone el activo subyacente del fideicomiso financiero y su cesión al fideicomiso deriva de la norma que dispone la creación del fideicomiso financiero de tributos departamentales, que el Intendente hizo suya con fecha 26 de setiembre de 2016.

Las cesiones se están haciendo en los meses de enero y febrero según el siguiente cronograma:

Año 2017 UI 6.800.000; años 2018 a 2031 a razón de UI 39.000.000 por año todo lo cual conforman el total de UI 552.800.000. Este cronograma se viene cumpliendo según lo previsto; el saldo restante se puede consultar en el Cuadro 3.

En caso de no ser suficiente lo recaudado en los dos primeros meses de cada año, se seguirá reteniendo en los meses subsiguientes hasta completar el monto comprometido.

Al producirse la cancelación anticipada de los dos fideicomisos anteriores, automáticamente se cancelaron las cesiones preexistentes de tributos que los respaldaban quedando en consecuencia esta única cesión.

Como se ha mencionado anteriormente la IS se ha comprometido en el propio Contrato de Fideicomiso a comunicar a CARE y/o al fiduciario cualquier otro financiamiento que contraiga (Cláusula 24.6 del Contrato de Fideicomiso). CARE no ha recibido ninguna información en ese sentido.

Relación de los compromisos asumidos respecto al presupuesto

Corresponde verificar la magnitud de estos compromisos en relación al presupuesto de la IS. En este caso, el análisis se practica según el presupuesto aprobado para el periodo 2021 a 2025, cuyas cifras más relevantes a estos efectos se exponen en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Presupuesto 2021 - 2025 (millones de UI)					
Concepto	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos totales	580	581	583	584	584
De origen departamental	304	304	304	304	304
De origen nacional	270	272	273	274	274
Otros ingresos	5	5	5	5	5
Egresos totales	540	533	533	540	520
Personales	331	331	331	331	331
Otros egresos	209	202	202	209	189
Diferencia Ingresos-Egresos	40	48	50	44	64

Fuente: sitio web IS

Nota: conversión a UI realizada por CARE s/ cotización al 1/1/2021: \$ 4,785

Las cifras presupuestales son publicadas en miles de pesos de 1/1/2021; en el cuadro precedente se presentan en millones de UI a los efectos de facilitar la comparación con las obligaciones de este fideicomiso. La conversión a UI fue realizada por CARE según cotización a la misma fecha.

CARE realiza el análisis de suficiencia según su metodología, incluida en el manual correspondiente, con la información que surge del Cuadro 3. Se recuerda que con el mismo se procura establecer, como mínimo, la indemnidad del Rubro O.

Con este criterio, en el cuadro siguiente se establece la relación entre los ingresos totales presupuestados para 2025 con los compromisos derivados de este fideicomiso.

Cuadro 6: Disponibilidad de la IDS	
Presupuesto 2025	Millones UI
Ingresos Totales	584
Tributos cedidos	(39)
Remanente	545
Rubro O	331
Disponibilidad	214

Fuente: CARE en base IS y RAFISA

La línea *tributos cedidos* del cuadro precedente recoge la cifra comprometida por este fideicomiso (millones de UI 39 s/Cuadro 3). Respecto a los ingresos presupuestales de 2025 representa un 6,68 %.

Puede constatar que el remanente, luego de cancelar las obligaciones con el Fideicomiso, es suficiente para cubrir el monto de gastos personales y aún generar un excedente con el cual afrontar otros gastos.

Interesa no obstante comparar el monto comprometido respecto a los bienes fideicomitidos. Estos son el producto de la cobranza descentralizada, en principio, por los meses de enero y febrero de cada año. En el cuadro siguiente se informa la recaudación histórica obtenida en el primer bimestre desde el año 2017 al 2025 (aunque se aclara que de no ser suficiente se retendrá de los meses subsiguientes) por lo que se agrega en otra columna la recaudación total para esos años. Las cifras se presentan en miles de UI.

Cuadro 7: Recaudación descentralizada (miles de UI)			
año	ene/feb	total	evolución %
2017	111.025	217.899	
2018	114.122	233.603	1,07%
2019	109.985	231.846	0,99%
2020	114.776	227.145	0,98%
2021	118.078	240.698	1,06%
2022	117.097	246.515	1,02%
2023	116.461	263.868	1,07%
2024	115.533	259.988	0,99%
2025	115.449		

Fuente: IDS

Puede observarse que, para un compromiso anual de UI 39 millones, la recaudación de los dos primeros meses ha resultado más que suficiente. La columna evolución refiere a las variaciones anuales (es lo relevante ya que de no alcanzar lo recaudado en el primer bimestre se recurre a toda la recaudación), puede notarse una tendencia creciente. Cuando eso no ocurrió fue por montos menores para retomar casi de inmediato la tendencia creciente. Incluso en 2020, año de la crisis sanitaria, la caída fue muy moderada. Vuelve a caer mínimamente en 2024 pero ya en el primer bimestre de 2025 se estabiliza como se observa en el cuadro precedente. Esto se confirma con la información disponible por el primer semestre de 2025 en relación a igual periodo del año anterior.

Análisis de sensibilidad

Si bien, como se indica en los párrafos precedentes, el compromiso asumido afecta a una porción relativamente menor de los ingresos de la IS, de acuerdo a la metodología de CARE, resulta pertinente analizar qué pasaría en un contexto recesivo que provocara una caída en los ingresos aún mayor de la ya producida en 2020.

Dado el tiempo transcurrido no parece pertinente tomar como referencia 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%. Por lo tanto, la referencia más cercana fue la crisis sanitaria mundial cuyo impacto mayor, al menos en Uruguay, ocurrió en 2020. De acuerdo al Cuadro 7 la recaudación de tributos fideicomitados para ese año cayó poco más de 2 %.

Nada hace suponer, al menos en el corto plazo, una crisis de magnitud tal que haga caer la recaudación de tributos a niveles que pongan en riesgo el cumplimiento de la IS con sus obligaciones con este Fideicomiso.

Luego de la última crisis mencionada, el país retomó la senda de crecimiento así como la IS lo hizo con la recaudación de tributos fideicomitados, tendencia que, en términos generales, se mantiene.

. No obstante, a modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos del 10 % real (nótese que en la pandemia la recaudación cayó 2 %). Interesa comprobar la suficiencia de recursos de forma de no comprometer el pago de sueldos según deriva de la metodología de CARE.

En el cuadro siguiente se estiman los fondos, que a estos efectos se denominan de "libre disponibilidad" que tendría la IS luego de abatidos los ingresos presupuestales en un 10 % y deducidos los tributos cedidos. La cifra resultante se compara con los compromisos salariales.

Cuadro 8: Análisis de Sensibilidad	
Concepto (Presupuesto 2025)	miles UI
Ingresos Totales abatidos en 10 %	526
Tributos cedidos	(39)
Remanente	487
Rubro O	331
Disponibilidad	156
Fuente: CARE en base IS	

Puede comprobarse que aún en caso de una caída (no prevista) de un 10 % de los ingresos, la IS dispondría de recursos suficientes para atender los compromisos financieros ya citados, el Rubro 0 y aún disponer de un remanente para afrontar otros gastos.

Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior existe una razonable seguridad que la IS no tendría dificultades en generar los flujos necesarios para cumplir con las cesiones de tributos comprometidas en los fideicomisos. Máxime teniendo en cuenta su escasa dimensión relativa y particularmente el mecanismo previsto de cesión directa de un fideicomiso a otro. No obstante, desvíos de relativa importancia en las proyecciones obligarían a la IS a rever algunos gastos, aunque no se advierten riesgos que pongan en duda atender como mínimo el Rubro 0. *Riesgo bajo.*

Riesgo por descalce de monedas. 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 generar flujos. No hay por tanto un mercado a analizar ya que el flujo se genera por decisiones políticas de la IS y del Gobierno Nacional, y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos.

Riesgos considerados

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

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

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

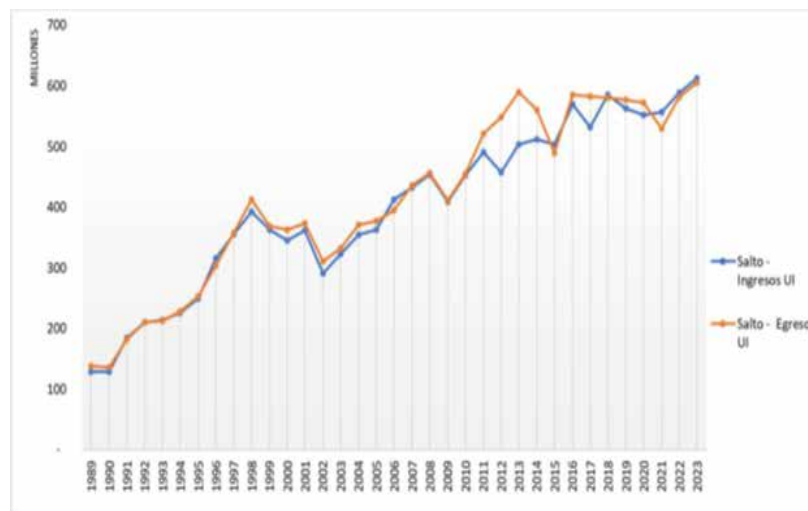
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IS con anuencia de la Junta Departamental respectiva, por decisión unánime, e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes 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 amplia mayoría. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar.

Si bien no se puede descartar totalmente alguna tensión sobre el sistema; en el momento actual esto parece haberse atenuado más aun considerando el tiempo transcurrido desde la emisión.

Sin perjuicio de lo señalado en el párrafo anterior, resulta difícil pensar que el riesgo político pudiera afectar la construcción jurídica dadas las propias características del fideicomiso. De hecho, tal como se describe en otra sección de este informe, se destaca la gestión realizada por la IS en el sentido de solicitar una prórroga de los plazos de pago la que no fue concedida. Puede señalarse este episodio como una demostración de fortaleza del instrumento ya que implicó un reconocimiento y un respeto a los acuerdos alcanzados oportunamente, relevante también para su uso en otras ocasiones y otras intenciones.

Con respecto a los temas presupuestales⁴ y más allá de la evolución actual del déficit, no parece que las conductas respecto del gasto 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; esto se ha visto reforzado con la aprobación del nuevo Presupuesto. Por tanto no hay elementos que permitan advertir serio peligro de incumplimiento; menos aun considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a este, el que 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 IS se refleja en la gráfica siguiente:



Puede observarse en el gráfico un razonable equilibrio presupuestal a lo largo de la serie analizada.

Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las Intendencias cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que Uruguay contaba al 3/09/2025, con un índice de riesgo país de 70 puntos (índice UBI República AFAP), se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública.

⁴ CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

⁵ El proyecto de Ley de Presupuesto actual plantea un incremento de las transferencias a los gobiernos subnacionales de un 20 % en términos reales

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.

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 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 bajo.

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 la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

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 BBB+ (uy) de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor⁶.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁶. **Categoría BBB+.uy** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **El signo (+) indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión con observaciones.**
Grado de inversión mínimo.