CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A PARTIR DEL DENOMINADO "FIDEICOMISO FINANCIERO UTE REESTRUCTURACIÓN DEUDAS DE INTENDENCIAS POR ALUMBRADO PÚBLICO"

Montevideo, octubre de 2026

Juncal 1437 of 106 / Tel (598) 2914 8866
Montevideo / Uruguay
www.care.com.uy / care@care.com.uy

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

Actualización de calificación de la emisión de Títulos de Deuda de oferta pública del "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"
19 - octubre - 2026

Plazo:	Hasta 20 años a partir de la fecha de emisión producida en diciembre de 2014.
Títulos emitidos:	títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto total en moneda nacional expresado en Unidades Indexadas por UI 445.000.000 de valor nominal.
Activo Fideicomitido:	Acuerdos de Reestructuración celebrados por UTE con las Intendencias.
Fiduciario Emisor:	República AFISA
Fideicomitente:	UTE
Amortización:	el capital se amortiza en 20 cuotas anuales y consecutivas en UI a partir del 28/2/2015 Inclusive. Los intereses se pagan conjuntamente con las amortizaciones.
Tasa de interés:	5 % lineal anual en UI desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, calculado sobre saldos, años de 360 días y meses de 30 días.
Garantía:	hasta el 10% de los flujos que perciben del Fideicomiso SUCIVE y cesión de las Intendencias de la cobranza descentralizada de tributos no vehiculares.
Asesor Jurídico:	Dr. Leandro Rama
Calificación de Riesgo:	A.uy
Entidad Registrante y Representante:	BEVSA
Administración y pago:	República AFISA
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de abril de 2027[1]
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros[2]

[1] . La misma puede modificarse en cualquier momento ante la aparición de hechos relevantes

[2]. Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación los títulos de deuda de oferta pública emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración de Deudas de Intendencias por Alumbrado Público" manteniendo la categoría A.uy de grado inversor.

El objeto del Fideicomiso fue servir de mecanismo de pago a la Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (en adelante UTE) de las deudas que mantenían impagas distintas Intendencias por concepto de alumbrado público y que forman parte de los Acuerdos de Reestructuración, así como los costos y gastos de dicho proceso, mediante la emisión por oferta pública por parte del Fiduciario de Títulos de Deuda con el respaldo de los bienes Fideicomitidos transferidos por el Fideicomitente.

Respecto de los títulos de deuda cabe reiterar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avaló el informe jurídico elaborado en ocasión de la calificación original (Anexo 1 de la misma).

- Una garantía adecuada en respaldo de los activos fideicomitidos, a partir de la cesión por parte de las Intendencias del subsidio que tienen derecho a percibir por parte del MEF en el marco del artículo 12 de la Ley 18.860 y posteriores modificaciones hasta llegar a la Ley 20.446 en su artículo 621; adicionalmente, cesión de hasta el 10% de los flujos que todas perciben del Fideicomiso SUCIVE y cesión de la cobranza descentralizada no vehicular, en ese orden de prelación. De hecho la cesión del SUCIVE ha demostrado su eficacia para asegurar los pagos, ante la aparición de insuficiencias en reiteradas oportunidades.

- La construcción de un mecanismo eficaz que permite asumir razonablemente que las Intendencias habrán de mantenerse al día con los servicios regulares suministrados por UTE, condición necesaria para la vigencia de los acuerdos y, consecuentemente, para generar el derecho al subsidio.

- La liquidez adecuada de los títulos en función de su naturaleza teniendo presente las características del mercado de valores uruguayo.

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de consumo y los acuerdos alcanzados.

- El subsidio comprometido originalmente para el pago de los títulos de deuda excede, en términos generales, el monto necesario para hacer frente a los compromisos de amortización e intereses, así como los demás gastos que supone la estructuración de esta operación.

- Si así no fuere, la garantía presentada por todas y cada una de las intendencias, cubre satisfactoriamente dichos eventuales faltantes, como ya ha quedado demostrado. El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- La presente emisión constituyó una solución que el Poder Ejecutivo (PE) encontró para el tratamiento de las deudas de las intendencias con la UTE. El riesgo que esta política se modifique es muy poco probable en tanto en la misma están alineados los incentivos de todos los participantes. Por otra parte es poco probable que a futuro las intendencias pudieran caer en mora con el ente energético afectando al fideicomiso, en tanto hay disposiciones por las que la UTE se puede cobrar en caso de ser necesario. (tasa de alumbrado, presupuesto, etc.). Además, ni la evolución esperada del consumo de energía o del valor unitario de la misma suponen amenazas.

- Esto sigue siendo válido aun considerando las sucesivas alternancias políticas en el gobierno.

- En la Ley de Presupuesto No. 20.446 (artículo 621) se incluyó una partida similar, en montos y objetivos, como apoyo a las intendencias en el tema alumbrado público lo que ratifica la voluntad política de seguir respaldando el sistema.

- La crisis sanitaria provocada por el Covid 19, si bien afectó la recaudación de tributos en el año 2020, a partir del año 2021 la misma se recuperó y nada hace prever, al menos en el corto plazo, una nueva crisis que tenga un impacto de una magnitud tal que ponga en riesgo esta operación.

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 total de UI 445.000.000.

Los títulos se emitieron con el respaldo del Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público que con fecha 11 de junio de 2014 firmaron la UTE, en su calidad de Fideicomitente y RAFISA en su calidad de Fiduciaria. Este Fideicomiso cuenta para el pago de la amortización e intereses de los títulos, así como los gastos que su constitución y administración demanden, con los siguientes activos fideicomitidos:

- **Acuerdos de Reestructuración,** que son los acuerdos celebrados entre UTE y cada una de las Intendencias a que se hace referencia más adelante, el 23 de diciembre de 2013, en que se establecen las condiciones por las cuales las Intendencias pagarán el pasivo identificado en los mismos -***"Créditos Reestructurados"***- y en virtud de los cuales las Intendencias cedieron activos para su pago y garantía hasta el monto máximo que allí se detalla -***"Créditos de cada Intendencia"***- Dichos Acuerdos de Reestructuración, implicaron un abatimiento del 60% en el monto adeudado de cada Intendencia, afectándose para el pago el beneficio del subsidio que tiene derecho a percibir cada Intendencia en virtud del artículo 12 de la Ley 18.860 y siguientes hasta llegar al artículo 621 de la Ley 20.446.

- Como **garantía** subsidiaria, cada Intendencia cedió flujos que percibe del Fideicomiso SUCIVE (hasta un 10% de los mismos) y asimismo los créditos correspondientes a su cobranza descentralizada no vehicular, en ese orden de prelación. Simultáneamente, el Fiduciario emitió un Certificado de Participación cuyo exclusivo beneficiario será, en primera instancia, la UTE que le confiere el derecho de participar en el producido del fideicomiso una vez cancelados los Títulos de Deuda. Este no fue calificado por CARE.

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 juicio[3].

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

[3]. Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

[4]. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas…." Punto 3.

Se trata de emisiones 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 20 cuotas anuales y consecutivas y que comenzó en 2015. El interés pactado fue de 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. Los vencimientos son todos los 28 de febrero o el día siguiente inmediato en caso de ser inhábil, habiendo ocurrido el primero el 28 de febrero de 2015.

El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve. CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se incluyó como Anexo I de la calificación realizada por CARE. (Ver Calificación original)[5]

2. Antecedentes generales

- En la calificación original se dio cuenta detalladamente de los pasos seguidos hasta llegar a esta operación. A continuación se brinda un resumen de los mismos.

- Con fecha 23 de diciembre de 2013 UTE celebró con las Intendencias de Artigas, Canelones, Cerro Largo, Colonia, Flores, Florida, Paysandú, Río Negro, Rivera, Rocha, Salto, Tacuarembó y Treinta y Tres (en adelante las Intendencias o las Intendencias Deudoras) los denominados Acuerdos de Reestructuración de adeudos que éstas últimas mantenían con el ente energético, correspondientes al período anterior a diciembre de 2010, por concepto de alumbrado público y demás conceptos facturados por UTE.

- Dichos Acuerdos de Reestructuración implicaron un abatimiento del 60% en el monto adeudado de cada Intendencia, afectándose para el pago el beneficio del subsidio que tiene derecho a percibir cada Intendencia en el marco del artículo 12 y siguientes de la Ley 18.860 (Ley de creación del SUCIVE y posteriormente modificada por la Ley 19.355). Por dicha norma, el Poder Ejecutivo (en adelante PE) se comprometió a asumir, de la facturación que la UTE realice a cada intendencia por concepto de alumbrado público y bajo determinadas condiciones, un porcentaje del 40% de la misma a partir del primero de enero de 2012 el que se acrecentaría hasta el 60 % (esta posibilidad fue posteriormente eliminada por lo que quedó en 40 %). Este subsidio es el que cada intendencia cedió a la UTE como forma de pago de los montos adeudados y acordados. Como garantía adicional cada Intendencia cedió a la UTE, hasta el 10% de los flujos que percibe del Fideicomiso SUCIVE y además, flujos de su cobranza descentralizada no vehicular debiéndose seguir, en caso de ser necesario, ese orden de prelación. Todo esto forma parte de los activos fideicomitidos que la UTE cede al Fideicomiso Financiero cuya emisión se califican.

- La deuda a pagar acordada con cada Intendencia luego de realizado el abatimiento correspondiente, surge en cada uno de los Acuerdos de Reestructuración y en total al 10/10/2013 alcanzaba la suma de $ 1.243.170.390 (mil doscientos cuarenta y tres millones ciento setenta mil trescientos noventa pesos uruguayos) que, convertidos al valor de la UI de dicha fecha, hacen un total de UI 463.869.548 (cuatrocientos sesenta y tres millones ochocientos sesenta y nueve mil quinientos cuarenta y ocho unidades indexadas).

[5]. Disponible en www.care.com.uy

- Estos acuerdos fueron formalmente constituidos entre la UTE y las respectivas Intendencias y formaron parte del análisis jurídico realizado por CARE.

- Por el Contrato de Fideicomiso, UTE cede y transfiere al Fiduciario sin recurso, en su calidad de Fideicomitente y para su incorporación al patrimonio del Fideicomiso, libre de obligaciones y gravámenes, los Créditos Reestructurados por los montos y en las condiciones que surgen de los acuerdos citados con los accesorios de los créditos de cada Intendencia (créditos para el repago y garantía) en las condiciones establecidas en el citado Contrato.

- Un caso aparte lo constituye la Intendencia de Tacuarembó que divide el pago de su deuda en dos tramos. Para ello realiza con la UTE dos Acuerdos de Reestructuración y Pago denominados A y B. Por el Acuerdo A se compromete a pagar una deuda de UI 56.727.304 en 20 cuotas anuales y consecutivas a partir del 28/2/2015 lo que totaliza la cantidad de UI 92.917.422 en concepto de amortización de capital e intereses (5% anual lineal) mientras que por el Acuerdo B, se compromete a cancelar una deuda de UI 18.909.101 en 10 cuotas anuales y consecutivas a partir del 28/2/2035, es decir, una vez cancelado el Acuerdo A. Este último pago totaliza la cantidad de UI 48.655.774 en concepto de amortización e intereses (5% anual desde el 30/9/2013 fecha en que se fijó la deuda).

- Esto explica que el monto de la emisión haya sido de UI 445.000.000. En efecto, en virtud de los acuerdos citados, la UTE cobrará, con el monto resultante de la emisión, toda la deuda reestructurada excepto los UI 18.909.101 correspondientes al Acuerdo B realizado con la Intendencia de Tacuarembó. Puede decirse entonces que el Fideicomiso Financiero, estrictamente, culmina una vez cancelados los títulos a los 20 años de realizada su emisión y por los 10 años restantes y hasta completar el plazo máximo legal de 30 años, el Fideicomiso se mantiene para que la UTE haga efectiva la cobranza del remanente a través de un Certificado de Participación que no es calificado por CARE.

- Con el producto de la emisión y el flujo de fondos proveniente de los créditos para el repago cedido oportunamente por cada Intendencia, el Fiduciario amortiza los Créditos Reestructurados y simultáneamente las sumas que adeude el Fideicomiso por la emisión de los Títulos de Deuda, de acuerdo con las condiciones de emisión establecidas en el Contrato de Fideicomiso y en el Documento de Emisión de Títulos de Deuda, teniendo, en caso de incumplimiento, el respaldo de la cesión de créditos comprendida en la garantía.

- El artículo 679 de la Ley 19.355 (Presupuesto Nacional período 2015-2019), derogó en forma expresa el artículo 12 de la Ley 18.860 y sustituyó los créditos de la norma derogada por una partida anual de $ 500 millones, también con cargo a Rentas Generales, a ser distribuida entre todos los Gobiernos Departamentales según los criterios que establezca la Comisión Sectorial prevista en el artículo 230 de la Constitución de la República; entre ellos, debe asumir hasta el 40% de la facturación mensual de UTE por alumbrado público correspondiente a las zonas de cada Departamento que se encuentren debidamente medidas y con instalaciones aprobadas (literal A del artículo 679).

- En la Ley de Presupuesto Nacional (2020-2024) No. 19.924, en su artículo 667, se dispuso que dicha partida será de $ 400 millones anuales expresada a valores de enero 2020, manteniéndose en términos generales las condiciones requeridas para acceder a dicho subsidio.

- Analizada oportunamente la modificación de la Ley No. 19.355 por parte de CARE se consideró que la fuente de financiación sustituta es, en términos económicos, equivalente a la original. Lo mismo ocurre con la última modificación mencionada (la de la Ley No. 19.924). Por otra parte, si así no fuere, operaría la garantía como ha ocurrido en varias oportunidades por distintas circunstancias.

- En el Artículo 621 de la Ley 20.446 (Presupuesto Nacional por el periodo 2025 a 2029, publicada el 8/1/2026) se mantiene una partida de $ 400 millones anuales (reajustable) a los mismos efectos lo que demuestra que el sistema político sigue respaldando este tipo de incentivos.

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 para esta actualización incluyó:

- Informe de calificación de esta emisión realizado por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2026.
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- Recaudación del SUCIVE actualizada al mes de julio de 2026 (RAFISA).
- Facturación de la UTE a las intendencias participantes de este Fideicomiso por el año 2025 en concepto de AP.

4. Hechos salientes del periodo

- Como se sabe, el compromiso anual de este Fideicomiso fue cumplido en tiempo y forma en el pasado mes de febrero. El próximo vencimiento será en febrero 2027 y hasta la fecha, según informó RAFISA a CARE, el MEF no ha hecho transferencias con cargo al subsidio a que tiene derecho cada una de las intendencias que forman parte de esta operación.

- Esto es habitual cuando todavía faltan varios meses hasta el próximo vencimiento; se asume que el MEF habrá de cumplir sus obligaciones antes de febrero 2027, de no ser así, opera la garantía de pago con fondos propios de cada intendencia cuya eficacia está comprobada, por lo que no se advierten riesgos en este sentido.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión del subsidio a que tiene derecho cada intendencia firmante de los Acuerdos de Reestructuración en el marco de la Ley 18860, artículo 12 y siguientes y su modificativa ya citada (Ley 19355). Dicho flujo cuenta, además, con garantías adicionales consistentes en la cesión de cobranza del SUCIVE (hasta un 10% de los mismos) y, en segundo término, los flujos provenientes de la cobranza descentralizada de los tributos municipales no vehiculares.

Resumen de la descripción de los títulos:

Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
Monto emitido:	El equivalente en moneda nacional de UI 445.000.000.
Interés:	5 % lineal anual en UI desde la fecha de emisión.
Plazo:	Hasta 20 años a partir de la fecha de emisión producida en diciembre de 2014.
Pago de intereses:	Junto a la amortización de capital en 20 cuotas anuales.
Amortización del capital:	El capital de los Títulos de Deuda, se amortizará en 20 cuotas anuales consecutivas en UI.
Fecha de Pago:	Todos los 28 de febrero (o día inmediato siguiente en caso de ser día inhábil) habiendo vencido la primera cuota el 28/2/2015.
Garantía:	Cesión por parte de las Intendencias de hasta el 10% de los flujos que perciben del Fideicomiso SUCIVE y de la cobranza descentralizada de tributos no vehiculares, en ese orden de prelación.
Calificación de Riesgo:	A.uy
Registro:	Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA)
Cotización bursátil:	BEVSA.

Análisis jurídico:

El análisis de contingencias jurídicas fue elaborado por el Dr. Leandro Rama y el texto completo se puede consultar en el Anexo I del informe de calificación original. El mismo recorre todos los aspectos inherentes a esta operación, en particular: los acuerdos de reestructura; la estructura fiduciaria; la emisión de valores; las contingencias subjetivas y objetivas etc.

Se reiteran sintéticamente las principales conclusiones:

"En cuanto a la adecuación de la estructura analizada con el orden jurídico vigente, el negocio fiduciario proyectado cumple con las normas legales y reglamentarias que disciplinan el fideicomiso financiero, siendo las más relevantes en la especie los artículos 3 y 25 a 32 de la ley 17.703.

La estructura convencional proyectada cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como de oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 del mencionado cuerpo legal) y se prevé su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003.

Los títulos de deuda a emitirse son escriturales, de oferta pública y se prevé su cotización bursátil. Según los artículos 25 y 27 de la Ley 17.703, los títulos de deuda son títulos valores, por lo que rige en lo pertinente el Decreto Ley 14.701, según remisión expresa de las normas precitadas. Cabe señalar que si bien estos títulos presentan los signos de literalidad y autonomía típicos, la Ley 18.627 es fuente de particularidades propias de estos documentos, sobre todo en lo que atañe al régimen de transmisión del título y constitución de los derechos que se incorporen al mismo. "

Y la conclusión final:

"finalmente, a modo de conclusión 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. *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 al papel por cómo se lo ha diseñado, aun teniendo presente las características de escaso desarrollo de nuestro mercado de capitales. *Riesgo bajo*

III. LA ADMINISTRACIÓN y EL FIDEICOMISO

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 al cierre intermedio del primer semestre de 2026, la firma alcanza un patrimonio contable de $ 1.064 millones. Esto supone un ligero 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-26	31-Dec-25	31-Dec-24
Activo	**1.186.247**	**1.140.156**	**1.184.971**
Activo Corriente	205.801	199.988	185.025
Activo no Corriente	980.446	940.168	999.946
Pasivo	**121.649**	**121.988**	**131.997**
Pasivo Corriente	78.637	83.388	100.178
Pasivo no Corriente	43.012	38.600	31.818
Patrimonio	**1.064.598**	**1.018.168**	**1.052.974**
Pasivo y Patrimonio	**1.186.247**	**1.140.156**	**1.184.971**
Razón Corriente	**2,62**	**2,40**	**1,85**

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del año semestre indicado la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente, aunque algo menores respecto al primer semestre del año anterior.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de $)			
Concepto	**30-Jun-26**	**30-Jun-25**	**31-Dec-25**
Ingresos Operativos	266.526	281.773	498.965
Costo de los servicios	(116.135)	(106.095)	(230.777)
Resultado Bruto	**150.391**	**175.677**	**268.188**
Gastos administrativos	(66.312)	(63.980)	(125.413)
Resultado Operativo	**84.078**	**111.698**	**142.776**
Resultados financieros	2.779	(13.368)	(10.686)
Resultados antes de IRAE	**86.857**	**98.329**	**132.089**
IRAE	(15.488)	(16.186)	(23.017)
Resultado del Ejercicio	**71.369**	**82.143**	**109.072**
Ajustes integrales	61	61	(364)
Resultado integral del periodo	**71.430**	**82.204**	**108.708**

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2026, la firma sigue 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 11/06/2014 entre RAFISA y la UTE. Con fecha 6/11/2014 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

La licitación de los títulos se produjo en diciembre de 2014 habiéndose colocado la totalidad de la oferta, es decir UI 445 millones; debido a que la licitación fue por tasa y que el emisor optó por adjudicar el total ofrecido, la tasa promedio ponderada de adjudicación fue de 4,76% con una tasa máxima de 4,96% y una mínima de 3,80%, adjudicándose 26 propuestas[6] .

Hasta el momento el Fideicomiso viene cumpliendo con sus obligaciones y se encuentra al día; la cancelación de los títulos se está realizando en pagos anuales con vencimiento en cada 28 de febrero, el último de los cuales fue en el corriente año 2026 según informó RAFISA.

Un resumen de los principales rubros del estado de situación intermedio del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2026 se presenta a continuación.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles $)			
Concepto	**30/6/2026**	**31/12/2025**	**31/12/2024**
Activo	**1.769.662**	**1.908.091**	**1.968.549**
Activo Corriente	251.510	245.967	235.319
Activo no Corriente	1.518.152	1.662.124	1.733.230
Pasivo	**1.528.440**	**1.675.591**	**1.750.115**
Pasivo Corriente	183.915	214.148	205.409
Pasivo no Corriente	1.344.525	1.461.443	1.544.706
Patrimonio	**241.221**	**232.501**	**218.434**
Pasivo y Patrimonio	**1.769.662**	**1.908.091**	**1.968.549**
Razón Corriente	**1,37**	**1,15**	**1,15**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

6. Fuente: BEVSA

De acuerdo al cuadro precedente, hasta el momento, tanto la liquidez como la solvencia del Fideicomiso, no ofrecen dificultades.

El saldo de los TTDD al cierre del semestre era de UI 226 millones habiéndose pagado en el periodo algo menos de UI 35 millones de los cuales UI 22.5 millones correspondieron a amortización de capital y UI 12.4 millones a intereses. Se recuerda que las cuotas anuales comprenden amortización e intereses y son por el mismo monto, vale decir que la amortización es creciente y decreciente el pago de interés.

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 de fondos por los beneficios establecidos en el Art.12 de la Ley 18.860 (y sus sucesivas modificaciones) recibidos por parte de las Intendencias desde el MEF (Ministerio de Economía y Finanzas), hasta los importes necesarios para la cancelación total de los créditos reestructurados y que las Intendencias ceden y transfieren a la UTE y ésta al Fideicomiso. Si hubiere excedentes, los mismos serán transferidos a las Intendencias respectivas dentro de un plazo máximo de tres días hábiles.

Para el caso que los importes recibidos por esos beneficios (subsidios) no cubran las cuotas anuales de cancelación de la deuda reestructurada y sus eventuales acrecidas correspondientes, el Gobierno Departamental que incurra en esa situación, cede, en forma irrevocable y en carácter subsidiario: hasta el 10% anual de los fondos provenientes del Fideicomiso SUCIVE (Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares) y la cobranza descentralizada no vehicular, para los que cuentan con ella, ejecutables en ese orden.

A continuación se transcribe (parcialmente) el Artículo 621 de la Ley 20.446 (Presupuesto nacional 2025-2029), última modificación, que da respaldo legal a las partidas cedidas a este Fideicomiso.

"Establécese en el Inciso 24 "Diversos Créditos", unidad ejecutora 024 "Diversos Créditos", programa 492 "Apoyo a Gobiernos Departamentales y locales", Financiación 1.1 "Rentas Generales", una partida anual de $ 400.000.000 (cuatrocientos millones de pesos uruguayos), expresada a valores del 1° de enero de 2025, que se ajustará anualmente en base al incremento de la tarifa correspondiente, que será distribuida entre los Gobiernos Departamentales proporcionalmente a la facturación mensual que informe la Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE) por concepto de alumbrado público en zonas donde se ha implementado alumbrado desarrollado en base a tecnologías eficientes, que se encuentren debidamente medidas y con instalaciones aprobadas por el correspondiente Gobierno Departamental y por UTE. En ningún caso se abonará por energía reactiva, la que será íntegramente de cargo de los Gobiernos Departamentales".

Además se mantiene la exigencia que las intendencias estén al día con el pago de sus obligaciones con la UTE

El flujo futuro de fondos

Las estimaciones realizadas acerca de la suficiencia del subsidio teórico a percibir por todas las IIDD se han venido verificando en la práctica excepto para las mismas intendencias que, hasta ahora, han tenido dificultades en acceder al mismo en cantidad (y tiempo) como para cumplir con su cuota y por lo tanto han debido recurrir a la garantía del SUCIVE. Todo parece indicar que esta situación se mantendrá incambiada por algún tiempo más. De hecho, ocurrió lo mismo con otras intendencias aunque por cantidades relativamente menores y en forma circunstancial. De todas formas, el sistema de garantías demostró funcionar adecuadamente en todos los casos.

De acuerdo a la facturación por alumbrado público (medido) que realizó la UTE en el año 2025, se comprueba lo antedicho.

Cuadro 4: Facturación UTE de AP 2025 (miles de UI)				
Intendencia	**Total**	**40%**	**Cuota**	**diferencia**
Artigas	3.134	1.254	361	893
Canelones	34.399	13.760	10.217	3.543
Cerro Largo	7.714	3.086	1.465	1.621
Colonia	9.198	3.679	4.147	(468)
Flores	2.316	926	1.245	(319)
Florida	5.190	2.076	830	1.246
Paysandú	7.507	3.003	5.442	(2.439)
Río Negro	3.918	1.567	982	585
Rivera	2.723	1.089	3.403	(2.314)
Rocha	6.495	2.598	2.087	511
Tacuarembó	4.907	1.963	4.646	(2.683)
Treinta y Tres	4.637	1.855	1.390	465

Fuente: UTE; la conversión a UI la hizo CARE en base a la cotización de cada mes

Como se ha dicho, en la última ley presupuestal no se determina el monto del subsidio como el 40 % de la facturación sino que se dice que será proporcional a la misma. A efectos de la elaboración del cuadro precedente se mantuvo la forma de cálculo anterior en el entendido que ambos criterios son razonablemente equivalentes.

De acuerdo al cuadro se confirma que siguen siendo deficitarias las intendencias de Paysandú, Rivera y Tacuarembó; en menor medida Flores y Colonia por lo que debieron complementar el pago con SUCIVE. Se recuerda también que el Fideicomiso tiene recursos propios derivados de las colocaciones financieras que se distribuyen a prorrata entre las intendencias participantes lo que incrementa los recursos a ser aplicados en el pago de la cuota parte de cada intendencia.

Garantía y análisis de sensibilidad

De acuerdo a lo expresado, debe considerarse la garantía como parte del activo subyacente. En particular y por su orden de prelación, el 10% de la recaudación del SUCIVE. En base a lo que ha venido ocurriendo desde la puesta en marcha de esta operación, interesa particularmente hacer el seguimiento de las intendencias que han debido utilizar la garantía sistemáticamente y en montos relativamente importantes.

En esta ocasión, el análisis de suficiencia de la garantía se hace sobre la totalidad de las intendencias por las razones antedichas.

Cuadro 5: SUCIVE 2025 (miles UI)				
Intendencia	**Total**	**10%**	**Cuota**	**Excedente**
Artigas	60.114	6.011	361	5.650
Canelones	736.762	73.676	10.217	63.459
Cerro Largo	83.726	8.373	1.465	6.908
Colonia	215.793	21.579	4.147	17.432
Flores	65.173	6.517	1.245	5.272
Florida	95.802	9.580	830	8.750
Paysandú	137.862	13.786	5.442	8.344
Río Negro	74.820	7.482	982	6.500
Rivera	79.298	7.930	3.403	4.527
Rocha	95.772	9.577	2.087	7.490
Tacuarembó	116.229	11.623	4.646	6.977
Treinta y Tres	47.908	4.791	1.390	3.401

Fuente: RAFISA

Como se ha mencionado, la recaudación del SUCIVE cedida a este fideicomiso en calidad de garantía subsidiaria, es el 10%; por esa razón, la cifra relevante es la de la segunda columna del cuadro precedente. En la tercera columna se muestra la totalidad de la cuota anual correspondiente a cada intendencia.

Puede comprobarse que el 10 % del SUCIVE cubre, en todos los casos y con holgura, dicho importe sin necesidad de los aportes MEF, en caso que no llegaran en tiempo y forma.

Por otra parte, se recuerda una vez más, que en caso de no ser suficiente la garantía del 10 % del SUCIVE, concurre subsidiariamente la cobranza descentralizada no vehicular, para los que cuentan con ella, ejecutables en ese orden. Hasta ahora nunca ha sido necesario recurrir a ella y nada hace prever que tal cosa pueda suceder.

Se conoce la recaudación parcial del SUCIVE a julio de 2026 correspondiente a cada intendencia y en todos los casos, dicha información sugiere que se mantiene la tendencia creciente por lo que no resulta pertinente realizar un análisis de sensibilidad mayor al que acaba de hacerse suponiendo la no percepción de subsidios, algo impensable por tratarse de una disposición legal.

Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior es clara la capacidad de generar los flujos en el plazo adecuado. Es más, el escenario más probable es que, al menos para la mayoría de las Intendencias, baste con los subsidios comprometidos por el PE sin apelar a las garantías. 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 casi nulo.*

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 facturación de la UTE 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, externos al proyecto, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo por ejemplo 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 mercado concreto a ser evaluado en su capacidad de generarlos. No hay por tanto una oferta y demanda a analizar ya que el flujo se genera por decisión de la UTE, de las intendencias participantes y del MEF, y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos. En consecuencia no corresponde el análisis del llamado riesgo mercado, como no existe tampoco un análisis del llamado riesgo de *políticas públicas sectoriales* referidas a ese mercado. Sí en cambio corresponde evaluar lo que genéricamente llamamos el riesgo político, vinculado a la probabilidad de mantenimiento de las políticas públicas que dan lugar a esta construcción financiera.

Aunque no hay un riesgo mercado como se señaló, ello no obstante debe estimarse la evolución de la facturación y por ende de la eventualidad de que el subsidio cubra confortablemente la obligación que por otra parte se encuentra asegurada por otras disposiciones.

Por otra parte, en tanto el flujo de fondos deriva de la traslación de un subsidio gubernamental a las intendencias, cabe analizar no solamente si desde el punto de vista jurídico de los contratos, esta transferencia está asegurada, sino también si están alineados los incentivos de los actores para el cumplimiento del objetivo del fideicomiso.

El riesgo entorno en la cobertura del monto del subsidio

En el capítulo IV se analizaron las contingencias que hacen posible que el subsidio sobre el consumo medido, el actual y el futuro, alcancen para cubrir las obligaciones del fideicomiso, más allá de las garantías ofrecidas. Puede advertirse, aunque con algunas excepciones, que la mayoría de las intendencias cubrirían a través del subsidio sus obligaciones. Ya fue comentado el alcance de la modificación introducida por el artículo 679 de la Ley 19.355. CARE concluyó que dicha modificación no solamente no ponía en riesgo la financiación de esta operación sino que, además, demuestra el compromiso político con esta solución al mantener, en una Ley de Presupuesto, (2015-2020) todos sus efectos económicos lo que se viene verificando en la práctica hasta la fecha. Otro tanto puede decirse de la siguiente Ley de Presupuesto (No. 19.924, artículo 667) que, aunque disminuyendo el monto de la partida, igualmente se considera razonablemente cubierto dicho subsidio, además que se renueva el compromiso político con esta solución financiera asociada a la modernización y ampliación del alumbrado público. Esto se mantiene en la última ley presupuestal como ya fuera analizado por lo que no se advierten riesgos en este sentido.

Sin perjuicio de lo anterior, para complementar el análisis nos hemos preguntado qué pasaría si, aun aumentando el porcentaje de consumo medido por mejora en la facturación tal como se espera, se redujeran los precios por kilowatt o el consumo global. Respecto de la eventual caída del precio del kw

cabe señalar que el mismo aunque con oscilaciones ha evolucionado desde el año, al menos, 1997 con tendencia análoga al IPC, no encontrando razones para que la política de tarifas lo lleve significativamente por debajo.

También cabe preguntarse si existe alguna posibilidad de que caiga el consumo de kw no solo de alumbrado público, sino genéricamente de consumo de electricidad. La respuesta es que se considera muy improbable que ello ocurra. No solo la demanda de electricidad puede suponerse -por encima de niveles de mínimo confort- como elástica respecto del precio y del ingreso (a menor precio y/o mayor ingreso, mayor consumo), en la comparación internacional el Uruguay se encuentra por debajo de varios países seleccionados. Más allá de las heterogeneidades de la oferta energética de cada país así como de los diferentes niveles de desarrollo, es claro que el consumo debe tender a aumentar.

En el cuadro siguiente se ilustra sobre la situación de consumo de electricidad per cápita en diversos países de la región y del mundo.

Cuadro 6: Consumo en kWh/cápita

País	Ubicación	2025
Islandia	1	48.420
Noruega	2	24.490
Barhein	3	23.920
Finlandia	8	15.610
Canadá	9	16.090
EEUU	10	13.060
Australia	17	10.620
Japón	21	8.370
Francia	32	7.160
España	43	5.760
Chile	55	4.460
Mundo		**3.860**
Brasil	75	3.580
Uruguay	76	3.783

Fuente: Datosmacro.com

Queda claro que, en relación a los países más desarrollados, Uruguay tiene mucho margen para crecer en lo que a consumo de electricidad refiere.

En definitiva, un escenario de disminución de consumo de electricidad o de caída de las tarifas se considera muy improbable, al menos en el corto plazo.

El riesgo político en la construcción financiera

El riesgo político en este caso a su vez se puede descomponer en tres 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 parte corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara una decisión del Poder Ejecutivo que supusiera no pagar el subsidio que en última instancia genera el flujo fideicomitido. Qué posibilidad existiría que en este caso y aun existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar o dejar sin efecto el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

3. Finalmente que con el cambio de administraciones municipales (o nacionales) se intentaran hacer caer los compromisos de pago de las deudas, o las intendencias no se mantuvieran al día, cayendo así el subsidio y con él el fideicomiso.

Nada permite suponer que pueda ocurrir nada de eso.

En cuanto al punto 1, en el anexo I de la calificación original (Informe de contingencias jurídicas) queda clara la fortaleza de las normas jurídicas que generan la creación financiera. No solo su base es legal, sino que los incentivos para cumplir sus objetivos están totalmente alineados. Esto último se comprueba al modificarse la ley original y continuar recogiendo en las sucesivas leyes presupuestales, tal como ha sucedido en la aprobada por el periodo 2025-2029, todos los aspectos necesarios para el cumplimiento de los objetivos del fideicomiso, lo que se verifica en la práctica.

La ley se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. Además este fideicomiso es un factor más entre otros en la relación entre el gobierno y las intendencias, y no se advierte ningún elemento que pudiera introducir tensión en su creación en tanto – además- en las intendencias que se benefician están representados todos los partidos políticos. Se resuelve así un problema no solo de la UTE sino de las intendencias dentro del relacionamiento de éstas con el gobierno, solucionando con importantes quitas asociadas a la construcción financiera, su endeudamiento histórico. Por otra parte las normas analizadas en detalle así como los contratos firmados, particularmente los acuerdos de reestructuración de deudas, recogen no solo la voluntad de pago sino una serie de mecanismos de garantía de base legal, para el improbable suceso de que la facturación y su subsidio no alcanzaran para atender las obligaciones del fideicomiso.

En cuanto al punto 2 que resulta la clave en la generación de los recursos, no parece probable que en una crisis de financiamiento y en la moneda doméstica, un gobierno de un país con grado inversor (cabe agregar que Uruguay contaba al 15 de octubre de 2026, con un índice UBI de riesgo país de 69 puntos, se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública), resolviera incumplir una ley, incumplir contratos que repercutirían gravemente en la gestión de las intendencias, y perjudicando probablemente a los futuros pasivos si los títulos fueran propiedad de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional. Aún así, en el análisis de sensibilidad practicado se demuestra que bastaría con el 10 % del SUCIVE para cubrir holgadamente la cancelación de los títulos emitidos.

Con respecto a los temas presupuestarios, nada permite advertir conductas respecto al 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.

La conducta presupuestal y en general el cuidado de los grandes equilibrios económicos ha quedado en evidencia, una vez más, en el último Presupuesto quinquenal y sus proyecciones actualizadas

.Esto se recoge en las estimaciones del cuadro que sigue.

CUADRO 7: Expectativas y metas macroeconómicas

Uruguay	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**
PIB: Variación interanual (1)	3,30%	1,80%	1,00%	1,80%
IPC anual (1)	5,80%	3,90%	4,30%	4,70%
Tipo de cambio (USD) s/promedio de diciembre (1)	44,00	39,10	40,50	41,40
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) -MEF	-3,20%	-4,10%	-4,00%	-3,50%
Deuda Neta (GC y BPS) (como % PIB)	58,00%	57,70%	58,00%	61,90%
Riesgo País (3)	79	66	69	
Mundo (2) "Perspectivas de la economía mundial"	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**
Mundo (variación PBI)	3,30%	3,30%	3,00%	3,40%

(1) CPA Ferrere-Proyecciones Macro-julio 2026
(2) FMI, Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial a julio 2026
(3) Riesgo País a fin del año 2024 y 2025 y 15/10/2026

También cabe analizar cómo podría ocurrir que una intendencia quisiera descolgarse de los acuerdos, o eventualmente dejar de pagar sus obligaciones corrientes con la UTE. Esta situación no parece posible. En primer lugar sus incentivos están alineados con el pago de los títulos; y en segundo lugar no hay una forma material de "descolgarse" de los pagos futuros. En cuanto a los incentivos los mismos se vinculan con las quitas pero sobre todo con la disposición de eventuales sobrantes de la tasa de alumbrado cuyo cobro, junto con otras fuentes, permite mantenerse al día. Esta tasa no solo se vincula con mejoras en la facturación, sino que ésta es un compromiso entre UTE y las intendencias que asegura a futuro una mayor recaudación y un sobrante que deberá crecer. Por la forma de recaudación es prácticamente imposible dejar de pagar esta tasa cuya gestión también encuentra incentivos de mejora, junto con los otros mecanismos de recaudación que posee la UTE, se mantiene siempre la obligación de base de los acuerdos, que es mantenerse al día. Tampoco es posible que alguna intendencia quisiera dejar de transferir el subsidio de su facturación al fideicomiso. En efecto no se trata de volcar recursos que hoy estuvieran disponibles, sino unos que derivan de un beneficio que se otorgó para pagar a la UTE, con una contrapartida de obligaciones ya cumplidas (firma de acuerdos, cesión de cobro de tasa de alumbrado) o en proceso tales como la implementación de mejoras en la medición de consumos que supone también beneficios para las intendencias. Además el subsidio se vuelca directamente al fideicomiso bajo administración de RAFISA por parte del MEF.

Finalmente se puede analizar las transferencias del gobierno a las intendencias, atravesando toda clase de contingencias, como lo demuestra un trabajo elaborado por CARE. Este demuestra que es mayor la estabilidad en el ingreso de las intendencias, de las transferencias del gobierno central, respecto de los recursos propios; lo que le da a aquellas – las transferencias- una fortaleza remarcable. En este caso no se trata de transferencias a las intendencias sino al Fideicomiso, pero puede sostenerse su analogía dado su destino final.

Por último cabe señalar, respecto a un eventual riesgo político, que desde la vigencia del Fideicomiso se han alternado en el gobierno, tanto a nivel municipal como nacional más de un signo político sin que nadie cuestionara las normas que posibilitaran esta operación.

En consecuencia el riesgo entorno, descompuesto como se detalló, se considera casi nulo.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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 alcanzan la calificación A.uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor[7].

Comité de Calificación





[7]. ***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.***