

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
CALIFICACIÓN DE RIESGO  
DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS  
POR EL  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
CAMINO A LAS SIERRAS I”**

*Montevideo, abril de 2026*

---

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

---

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL  
"FIDEICOMISO FINANCIERO CAMINO A LAS SIERRAS I"  
14 - abril - 2026**

<b>Títulos de Deuda:</b>	Títulos de deuda escriturales de oferta pública a emitirse en dos series por la suma de hasta 93 millones de dólares de valor nominal.
<b>Serie 1.-</b>	USD 26.500.000 (ya integrado)
<b>Serie 2.-</b>	Hasta USD 66.500.000 (integrado 13,56 MM a marzo 2026)
<b>Fecha de suscripción:</b>	8, 9 y 10 de enero 2025.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	los derechos de crédito transferidos por el Fideicomitente al patrimonio del Fideicomiso, derivados de los pagos 2 al 10 realizados por el MTOP bajo el Aporte 3 del Acuerdo Ruta 8 y la totalidad de los Aportes 2, 3, 4 y 5 del Acuerdo Ruta 9, por la suma de hasta 126 millones de dólares.
<b>Plazo del Fideicomiso:</b>	Hasta la cancelación de los valores, con un máximo de 30 años. Fecha estimada del vencimiento de los últimos títulos en el escenario base, octubre de 2036.
<b>Fideicomitente:</b>	Camino a las Sierras SA.
<b>Amortización:</b>	El pago de capital e intereses se realizará en cuotas, anuales, iguales y consecutivas. En 9 cuotas los títulos de la serie 1 (Acuerdo Ruta 8) y en 10 cuotas los títulos de la serie 2 (Acuerdo Ruta 9).
<b>Garantía:</b>	El patrimonio del Fideicomiso será la única y exclusiva garantía, y el único mecanismo de pago de los valores.
<b>Tasa de interés:</b>	5,9% anual en dólares.
<b>Fiduciario:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Registrante y Agente de Pago:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	AA.uy <sup>1</sup>
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30 de abril 2027.
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros <sup>2</sup> .

<sup>1</sup> La misma puede variar ante la ocurrencia de hechos relevantes.

<sup>2</sup> Disponible en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

## Resumen General

**CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda a emitir con el respaldo del Fideicomiso Financiero "Camino a las Sierras I" manteniendo la categoría AA.uy de grado inversor.**

El objetivo de la emisión es la obtención de financiamiento por parte del Fideicomitente (Camino a las Sierras SA), mediante la emisión por oferta pública por parte del Fiduciario de títulos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos transferidos. Se plantea la emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso en dos series, por hasta la suma de USD 93.000.000.

Los créditos transferidos al patrimonio del Fideicomiso, son los derivados de los aportes que el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO), debe realizar luego de cumplidos ciertos hitos por parte de la empresa Camino a las Sierras SA, en el marco de los Acuerdos de la Ruta 8 y 9.

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

### Respecto de los títulos de deuda

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias, tal cual surge del informe jurídico que se anexó a la calificación original<sup>3</sup>.
- Una cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de las cuotas que la empresa Camino a las Sierras tiene derecho a recibir por los trabajos realizados en el marco de los Acuerdos de Ruta 8 y Ruta 9, bajo contrato con el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO).
- El 13 de enero de 2025 se emitieron e integraron la totalidad de los títulos de la serie I, por un total de 26,5 millones de dólares, los que pagarán un interés del 5,9% anual. Esta serie está respaldada con la cesión de las 9 cuotas restantes (de la 2 a la 10) del Aporte 3 del Acuerdo Ruta 8 por 36 millones de dólares. En octubre de 2025, y luego de que el Fideicomiso recibiera los 4 millones de dólares de la cuota 2 del Acuerdo por parte del MTO, se procedió a pagar a los tenedores de los títulos la primer cuota por 3,82 millones de dólares.
- La Serie II se corresponde con la cesión de las cuotas correspondientes a los Aportes 2,3,4 y 5 del acuerdo Ruta 9 por 90 millones de dólares que respaldarán una emisión de hasta 66,5 millones. El monto a emitir para cada Acuerdo será el equivalente al valor presente de la sumatoria de las cuotas a ser pagadas por el MTO, multiplicados por el coeficiente de ajuste (95,14%) y descontados a su valor presente del día de la emisión, utilizando la tasa de interés compensatoria establecida. Las integraciones de los Títulos de Deuda de la Serie II se van realizando en forma diferida en la medida que se cumplan los diferentes hitos y el Fiduciario compruebe la aceptación otorgada por el MTO a la notificación de la cesión de los créditos. El primer pago de capital e intereses de los títulos de la serie II será el 5 de diciembre de 2027 y vencerán el 5 de octubre de 2036.

<sup>3</sup>. Ver [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

- El 6 de febrero de 2026, luego de cumplidos los requisitos necesarios, se emitieron títulos por 13.558.997 dólares correspondientes a la Serie 2, que estarán respaldados por la cesión de las 10 cuotas del Aporte 2 del acuerdo Ruta 9 por 20 millones de dólares.
- Los pagos cedidos del Acuerdo Ruta 8 (2 a 10) se encuentran libres de todo gravamen, son irrevocables, independientes y son parte del patrimonio del Fideicomiso. Los pagos correspondientes al Acuerdo Ruta 9 se encuentran libres de todo gravamen, son irrevocables, independientes y son integrados al fideicomiso una vez alcanzado el hito y generado el crédito irrevocable con el MTOP.
- Al ser los pagos del MTOP irrevocables, e independientes del resto de las condiciones de la concesión, esto permite aislarlos del resto de los riesgos naturales de la operativa de una empresa constructora, y generar un instrumento financieramente adecuado. De esta forma se constituye esencialmente en un instrumento con exposición al riesgo de crédito soberano del Estado Uruguayo, en dólares americanos, y con un premio por encima de otras emisiones de deuda soberana directas.

### **Respecto de la Administración y los Flujos proyectados**

- La administración fiduciaria está a cargo de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Los créditos transferidos por el Fideicomitente al patrimonio del Fideicomiso corresponden a los pagos 2 al 10 realizado por el MTOP bajo el Aporte 3 del Acuerdo Ruta 8 y la totalidad de los pagos de los Aportes 2 al 5 del Acuerdo Ruta 9, por la suma de hasta USD 126.000.000 (dólares ciento veintiséis millones), por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los títulos de deuda y gastos del fideicomiso.
- El monto de los títulos se establece teniendo en cuenta el flujo cierto de ingresos (aportes del MTOP), la tasa de interés a pagar y el ajuste para cubrir la totalidad de los gastos y los imprevistos. De esta forma estarían contemplados los riesgos de la operación.

### **Respecto del entorno**

- El instrumento utilizado aparece como una fuente de financiamiento idónea para la inversión pública en condiciones de estrechez fiscal y viene siendo utilizado a lo largo de los últimos años, por lo que no cabría esperar mayores cambios en esta política de inversión.
- El comportamiento de las diferentes administraciones no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default o un incumplimiento de los compromisos asumidos y de la violación de los contratos. Por tanto no hay elementos que permitan advertir este peligro de incumplimiento.

## 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 en dos series por EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en su calidad de fiduciaria del Fideicomiso Financiero denominado "Camino a las Sierras" por un monto total de hasta la suma de USD 93.000.000. Los títulos que se califican se emiten con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte de la empresa Camino a las Sierras en su calidad de Fideicomitente, de las cuotas (aportes) a recibir del MTOP por concepto de los Acuerdos de Ruta 8 y Ruta 9. Los montos cedidos se destinarán para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y gastos del Fideicomiso, más los importes necesarios para cubrir el pago de gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial que exija la administración y gestión del Fideicomiso.

EF ASSET MANAGEMENT AFISA integra ese flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada.

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.

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<sup>4</sup>.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos representativos de deuda escriturales emitidos por EF ASSET MANAGEMENT al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber, en oportunidad de la calificación original, se con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe se anexó a la misma.

<sup>4</sup> Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

## 2. Antecedentes generales

- A través de la Licitación Pública N° 6/2000 y mediante la Resolución del Poder Ejecutivo de fecha 24 de abril de 2001, el MTOP adjudicó a la empresa Camino a las Sierras S.A. la "Construcción de las obras iniciales, gestión de conservación, explotación y operación de toda la infraestructura vial dentro de la faja de dominio público de la Ruta N° 8, entre el km 31.390 y el km 115.700 (excluido el tramo urbano en Solís de Mataojo).
- En el marco de esa Concesión, se otorgaron, entre otros, dos acuerdos ad referendum: el 5 de enero de 2021 el "Acuerdo Ruta 8" y el 20 de noviembre de 2023 el "Acuerdo Ruta 9", por los cuales el MTOP encomendó a Camino a las Sierras la realización de ciertas obras adicionales en el tramo concesionado.
- Desde el año 2015 el Fideicomitente ha celebrado con el MTOP diversos contratos de infraestructura con una estructuración financiera muy similar a lo que luego se denominó Contratos CREMAF. Es decir, básicamente la empresa constructora realiza la obra, financiando directamente al Estado. El pago financiado se realiza luego de dos formas: a) con un pago irrevocable y sin riesgo performance – posible de ser vendido sin recurso y cuyo único riesgo es el riesgo de crédito del Estado Uruguayo y; b) un pago sujeto a disponibilidad y buen estado de mantenimiento de la carretera (en el caso de Camino a las Sierras SA, la extensión del plazo de operación del peaje).
- En contrapartida de la realización de las obras bajo el Acuerdo Ruta 8, el MTOP se obligó a realizar los pagos definidos como "Aportes" una vez que se alcancen ciertos hitos de inversión. Al día de la fecha, todos los hitos de esta obra (Hito 1, 2 y 3) han sido alcanzados. Los Aportes 1 y 2, correspondientes a los Hitos 1 y 2 respectivamente, han sido cedidos sin recurso a un Banco privado. Con respecto al Aporte 3, las cuotas 2 a la 10, han sido integradas al presente fideicomiso. La cuota número 1 del Aporte 3 ya fue cobrada por el Fideicomitente de acuerdo al cronograma de pago pactado con el MTOP y no forma parte del presente fideicomiso.
- En contrapartida de la realización de las obras bajo el Acuerdo Ruta 9, el MTOP se obligó a realizar los pagos definidos como "Aportes" una vez que se alcancen ciertos hitos de inversión (son 5 hitos). El Aporte 1 ha sido prometido en venta a un Banco privado y no es objeto de éste fideicomiso. De este Acuerdo, en febrero de 2026 luego de alcanzado el hito correspondiente y realizada la cesión de las cuotas, se realizó la primer emisión de títulos de la Serie 2.
- A efectos de financiar el pago de las obras bajo el Acuerdo Ruta 9, Camino a las Sierras ha decidido ceder los siguientes créditos derivados de los Acuerdos de Ruta 8 y Ruta 9 a través del Contrato de Fideicomiso y constituye el Fideicomiso Financiero Camino a las Sierras 1:
  - o Aporte 3 de Ruta 8. Cuotas 2 a la 10 (ya cedido)
  - o Aporte 2 de Ruta 9 Cuotas 1 a las 10 (ya cedido)
  - o Aporte 3 de Ruta 9 Cuotas 1 a la 10
  - o Aporte 4 de Ruta 9 Cuotas 1 a la 10
  - o Aporte 5 de Ruta 9 Cuotas 1 a la 10

### 3. Hechos salientes del período.

- Los días 8, 9 y 10 de enero se realizaron las suscripciones de los valores emitidos por el Fideicomiso Financiero Camino a las Sierras 1 por un monto total de USD 93 millones en la Bolsa Electrónica de Valores.
  - o Serie 1.- por 26.500.000 dólares
  - o Serie 2.- por 66.500.000 dólares
- El 13 de enero de 2025 se realizó la emisión e integración del total de los títulos de la Serie I (26,5 millones de dólares).
- En setiembre de 2025 se cobraron 4 millones de dólares del MTOP correspondientes a la segunda cuota del Aporte 3 de la Ruta 8, monto destinado a garantizar los títulos de la Serie 1. El 6 de octubre de 2025 se procedió a pagarle a los tenedores de los títulos de la serie 1 la primera cuota de amortización e intereses por un monto total de 3.820.919 dólares.
- El 6 de febrero de 2026, luego de cumplido el hito correspondiente y cedido el flujo de ingresos al fideicomiso por parte del fideicomitente, se realizó la emisión e integración de títulos de la serie 2 por un monto total de 13.558.997 dólares. Esta emisión responde al Aporte 2 de la ruta 9, que serán 10 cuotas anuales de 2 millones de dólares cada una a cobrarse la primera en noviembre de 2027.

### 4. Información analizada.

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:

- Estados Contables de la Fiduciaria al 31/12/25
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2025
- Estados Contables de Camino a las Sierras SA al 30/04/2025
- Modelo Financiero.

## II. . LOS TÍTULOS DE DEUDA

### a) Títulos de Deuda

Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

<b>Títulos:</b>	Títulos de deuda escriturales de oferta pública Series I y II
<b>Moneda:</b>	Dólares
<b>Monto de Emisión:</b>	Serie I.- USD 26.500.000 de valor nominal Serie II.- hasta USD 66.500.000 de valor nominal
<b>Interés:</b>	5,9% lineal anual. El interés será calculado sobre el valor nominal no amortizado ajustado de la Serie al momento de pagar los intereses.
<b>Interés moratorio:</b>	2% por encima del interés compensatorio.
<b>Valor Nominal:</b>	USD 1
<b>Fecha de Suscripción:</b>	8, 9 y 10 de enero de 2025
<b>Fecha de Emisión:</b>	1.- Serie 1.....13/01/2025..... 26,5 MM dólares 2.- Serie 2.....06/02/2026..... 13,56 MM dólares
<b>Vencimiento:</b>	Serie I.- 5 de octubre de 2033. Serie II.- 5 de octubre de 2036.
<b>Amortizaciones e intereses:</b>	Anuales, en cuotas fijas de capital e intereses. <b>Serie I.</b> -La primera el 5/10/2025 y la última el 5/10/2033 (9 cuotas). <b>Serie II.</b> -La primera el 5/12/2027 y la última el 5/10/2036 (10 cuotas).
<b>Agente de Pago:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	AA.uy

### b) Certificados de Participación<sup>5</sup>

De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitió por oferta privada Certificados de Participación a favor del Fideicomitente, conjuntamente con la primera emisión de los títulos de deuda, por un importe de USD 1.500.000.

<sup>5</sup>. Estos valores no se califican.

Los titulares de los Certificados de Participación tendrán derecho a recibir distribuciones anuales, con los fondos remanentes que se reciban de los créditos, de existir, una vez abonados los pagos que correspondan a los títulos de deuda y provisionados los gastos del fideicomiso estimados para el próximo período anual y los fondos remanentes una vez cancelados los títulos de deuda.

## c) Análisis Jurídico

A los efectos del análisis de los contratos y las contingencias jurídicas, CARE contó con el asesoramiento del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó la calificación original.

El fideicomiso financiero se desarrolla como alternativa de financiamiento de las obras viales que viene llevando a cabo la empresa CAMINO A LAS SIERRAS SA, concesionaria de la licitación pública del MTOP N° 6/2000 y cuyo objeto original fue la construcción, conservación, explotación y operación de la Ruta 8. Posteriormente se realizaron algunas ampliaciones, y los últimos dos Acuerdos se firmaron el 5 de enero de 2021 (Ruta 8), y el 20 de noviembre de 2023 (Ruta 9), ad referendum del dictamen del Tribunal de Cuentas y autorización del Poder Ejecutivo. Estos Acuerdos son el objeto de la securitización través del Fideicomiso Financiero, quien emitirá Títulos de Deuda en el mercado de valores en dos series por hasta U\$S 93.000.000, con el respaldo de la cesión al patrimonio de afectación, de los créditos que tiene derecho a percibir CAMINIO A LA SIERRAS del MTOP, en contraprestación por la ejecución de las obras complementarias en las rutas 8 y 9.

El Informe se inicia con el listado de los documentos a analizar, considerando el prospecto y sus contratos, incluyendo también la licitación pública original, las resoluciones del MTOP y los últimos Acuerdos. Luego del análisis primario, se adelanta opinión respecto de que *“como concepto general, que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores”*.

Se analizan los principales contenidos del contrato de Fideicomiso relativos a las obligaciones de las partes intervinientes, la emisión de los valores, necesidad de las notificaciones al deudor cedido y el necesario cumplimiento de los hitos de inversión. Se destaca como una novedad que podrá haber distribuciones anuales a los titulares de los certificados de participación en el caso de la existencia de excedentes, luego de cancelados los pagos del año a los titulares de los TD, cubiertos los costos del fideicomiso y recompuesto el fondo de reserva.

Respecto de la capacidad y legitimación de las partes, el informe concluye que *“cumplidas todas las exigencias normativas y convencionales, el Fideicomitente está habilitado para actuar como Fideicomitente en el negocio fiduciario proyectado, siendo válidas y eficaces las obligaciones asumidas en el Contrato constitutivo”*.

Con relación a los aspectos relacionados con el contrato de concesión que dará origen a los créditos cedidos, el informe entiende que se *“han respetado las pautas contractuales y normativas relacionadas, lo cual es un respaldo jurídico robusto a la solvencia estructural del Fideicomiso”*.

Analiza luego los posibles riesgos constructivos o de incumplimiento por parte del Estado, los que considera prácticamente nulos.

El informe culmina señalando: ***“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 proyectado”.***

### **Riesgos considerados**

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN

En este caso se analizan dos empresas. Por un lado la encargada de administrar el fideicomiso (la fiduciaria) y por otro, la empresa constructora, adjudicataria de la licitación pública para la construcción de las obras y fideicomitente de los créditos a que tiene derecho del MTOP. En este caso se trata de Camino a las Sierras SA (CAS); si bien la gestión de CAS no se vincula estrictamente con el riesgo de repago de los títulos emitidos, su idoneidad técnica y solvencia económica y financiera es relevante en el contexto general en que se estructura esta operación.

#### a) La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2025 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez para el ejercicio, medido como la razón corriente, sigue estando por debajo de la unidad. Cabe recordar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado. Esto relativizaba la circunstancia de tener una razón corriente por debajo de la unidad como se ha mencionado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados al 31/12/2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

**Cuadro 1: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	32.193	33.440	26.198
Activo no Corriente	287.528	290.099	248.688
<b>Total Activo</b>	<b>319.720</b>	<b>323.539</b>	<b>274.886</b>
Pasivo Corriente	38.988	45.457	38.315
Pasivo no Corriente	250.654	249.374	211.246
<b>Total Pasivo</b>	<b>289.642</b>	<b>294.830</b>	<b>249.561</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>30.079</b>	<b>28.708</b>	<b>25.325</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>319.720</b>	<b>323.539</b>	<b>274.886</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,83</b>	<b>0,74</b>	<b>0,68</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2025 muestran un nivel de facturación similar respecto al mismo periodo del año anterior pero gastos algo mayores lo que determina un descenso en las utilidades.

**Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)**

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Ingresos Operativos	103.621	95.753	85.442
Gastos Adm. y Vtas.	(89.335)	(78.523)	(71.408)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>14.286</b>	<b>17.230</b>	<b>14.033</b>
Resultados Financieros	(11.407)	(11.495)	(11.743)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>2.879</b>	<b>5.735</b>	<b>2.290</b>
IRAE	(1.508)	(2.352)	(1.477)
<b>Resultado del período</b>	<b>1.371</b>	<b>3.383</b>	<b>812</b>
Res Operativos/Ingresos	13,79%	17,99%	16,42%
Res Ejercicio/Ingresos	1,32%	3,53%	0,95%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su desempeño como administrador fiduciario.

## b) La Empresa Constructora (y Fideicomitente)

Se trata de Camino a las Sierras SA (CAS) empresa concesionaria de la Ruta Nacional Nº 8, tramo 31k390 al 79k200 y el tramo correspondiente al By Pass a la ciudad de Pando entre Ruta 101 y Ruta 8. La concesión fue adjudicada por resolución del Poder Ejecutivo de 24 de abril de 2001.

Actualmente, el 100 % del capital accionario de CAS pertenece a CARITEN SA (antes lo era COLIER SA) y así fue evaluada al momento de la calificación original. Más allá del cambio de titularidad de las acciones, su capacidad técnica se asume sigue siendo satisfactoria, siendo parte de un grupo empresarial importante en el sector.

CAS presenta balance al 30 de abril de cada año, CARE tuvo a la vista el último presentado (30/04/205) y de su lectura no se desprende que pueda ocurrir ninguna contingencia negativa que pueda afectar esta operación.

Por todo lo expuesto, su idoneidad técnica y solvencia económica y financiera (demostrada, además, por el acceso que ha tenido a diversas fuentes de financiamiento) no merece reparos. De cualquier forma, se reitera, el repago de esta emisión tiene poca relación con el cumplimiento constructivo que motiva esta operación financiera.

### c) El Fideicomiso

El Fideicomiso se creó mediante contrato del 6/09/2024 firmado por Camino a las Sierras SA en calidad de Fideicomitente y EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA (EFAM) en calidad de Fiduciario.

Como se ha dicho, el propósito central de esta emisión es captar fondos del mercado de capitales para financiar el proyecto de construcción mencionado en cuyo respaldo el Fideicomitente cede al Fideicomiso los créditos de libre disposición a que tiene derecho del MTOP por la ejecución de las obras descriptas y que asciende a USD 126 millones (Activo del Fideicomiso).

El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido hasta la cancelación en forma total de los Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario y las demás obligaciones derivadas del Contrato. En ningún caso dicho plazo excederá el plazo máximo de 30 años establecido en la Ley.

La suscripción de los títulos a emitirse se realizó en dos series:

- **Serie 1:** Por un monto de USD 26.5 millones ya emitidos con fecha 13/01/2025.
- **Serie 2:** Por un monto de USD 66.5 millones, de los cuales se han emitido USD 13.6 millones con fecha 6/02/2026, es decir, posteriormente al cierre del balance analizado.

Las condiciones de emisión, plazos, amortización e intereses se describen en otra sección. Sucintamente, la Serie 1 se amortizará en 9 cuotas anuales iguales y consecutivas que comprenden amortización e intereses (5,9 %) estando previsto culmine en octubre de 2033 y la Serie 2 tendrá condiciones similares aunque se amortizará en 10 cuotas anuales a partir de octubre de 2027.

En los cuadros siguientes se exponen resumidamente los estados de situación y resultados del Fideicomiso al 31/12/2025, sin comparativos por ser el primer ejercicio cerrado desde que se realizó la primera emisión.

<b>Cuadro 3: E. Situación FF (miles de USD)</b>	
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2025</b>
Activo Corriente	3.109
Activo no Corriente	22.644
<b>Total Activo</b>	<b>25.753</b>
Pasivo Corriente	2.915
Pasivo no Corriente	21.496
<b>Total Pasivo</b>	<b>24.411</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>1.343</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>25.753</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,07</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso CAS

El pasivo lo compone mayormente la emisión de títulos de la Serie 1 de los cuales ya se canceló la primera cuota en octubre de 2025 por USD 3.8 millones (incluye amortización e intereses)

El Fiduciario emitió, en oferta privada y a favor del Fideicomitente, Certificados de Participación por USD 1.5 millones (figura en el patrimonio del Fideicomiso). Estos títulos darán derecho al remanente, una vez satisfecho el derecho de crédito de los Titulares de TD y los gastos del Fideicomiso; esta emisión no será objeto de calificación por parte de CARE.

#### Cuadro 4: E. Resultados FF (miles de USD)

Concepto	31/12/2025
Ingresos Operativos (intereses)	1.460
Costos Operativos (intereses)	(1.461)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(1)</b>
Resultados Financieros	(0)
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>(1)</b>

Fuente: EE.CC de Fideicomiso

Como puede comprobarse la actividad en este primer ejercicio (de la que se da cuenta en otra sección) ha sido menor.

#### Riesgos considerados:

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, así como los antecedentes, este riesgo se considera casi inexistente tanto por la fiduciaria como la empresa constructora. En este último caso se destaca, además, el diseño de las integraciones aislando las mismas del desempeño de la empresa. *Riesgo casi nulo.*

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

### IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El propósito central de la emisión es captar fondos del mercado de capitales para financiar el proyecto de construcción de doble vía de Ruta 9 entre Ruta 8 y la Ruta Interbalnearia. La empresa constructora realiza la obra y luego el Estado la paga en cuotas anuales. Estas cuotas son irrevocables y pueden ser cedidas o vendidas, y su único riesgo es esencialmente el riesgo de crédito del Estado Uruguayo.

El activo subyacente de este Fideicomiso es el flujo futuro de ingresos de dichas cuotas, las que se transferirán al fideicomiso financiero, a los efectos que éste cubra sus costos, pague los intereses y vaya amortizando los Títulos de Deuda.

#### Ingresos esperados

El ingreso bruto que se considera para la determinación del flujo cedido está compuesto por el pago realizado por el MTOP de las cuotas 2 a 10 bajo el Aporte 3 del Acuerdo Ruta 8 y la totalidad de las cuotas de los Aportes 2, 3, 4 y 5 del Acuerdo Ruta 9, por la suma de hasta USD 126.000.000 (dólares americanos ciento veintiséis millones).

Para el caso del Acuerdo Ruta 8, ya se han cumplido la totalidad de los hitos. Los acuerdos 1 y 2 han sido cedidos a Bancos privados por lo que solamente se le cedió al Fideicomiso el flujo de cuotas del Aporte 3. La cuota 1 fue cobrada por la empresa por lo que se cedieron las cuotas 2 a la 10.

El Acuerdo Ruta 9 está en ejecución y en la medida que se vayan cumpliendo con los hitos se irán dando las condiciones para realizar la integración de los valores. Este Acuerdo tiene 5 hitos o aportes, de los cuales se le ceden al Fideicomiso los últimos 4 (del 2 al 5), ya que el primero fue cedido a un Banco privado.

Es importante destacar que los pagos que realiza el MTOP se encuentran libres de todo gravamen, son irrevocables, independientes y serán integrados al fideicomiso una vez alcanzado el hito y generado el crédito irrevocable con el MTOP. De esta forma prácticamente se elimina el riesgo de la generación de flujos de ingresos ya que la emisión de los valores se realiza luego de alcanzado el hito, quedando solamente el riesgo soberano.

En el cuadro siguiente se presenta en detalle los ingresos esperados por concepto de las cuotas para cada uno de los aportes.

## Cuadro 5.- Ingresos esperados por cuotas pagadas por el MTOP según fechas previstas (en dólares)

Acuerdo	30-set-25	30-set-26	set/nov/27*	2028 a 2034	30-set-34	30-set-35	30-set-36	TOTAL
Ruta 8 Hito 3	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000				36.000.000
Ruta 9 Hito 2			2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	20.000.000
Ruta 9 Hito 3			2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	25.000.000
Ruta 9 Hito 4			2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	25.000.000
Ruta 9 Hito 5			2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	20.000.000
<b>TOTAL</b>	<b>4.000.000</b>	<b>4.000.000</b>	<b>13.000.000</b>	<b>13.000.000</b>	<b>9.000.000</b>	<b>9.000.000</b>	<b>9.000.000</b>	<b>126.000.000</b>

Fuente: El Fiduciario

\* Ruta 8 la fecha de pago en set-27, mientras que los pagos de Ruta 9 son a nov-27

El monto total a recibir por parte del Fideicomiso entre setiembre de 2025 y setiembre de 2036 es de 126 millones de dólares.

### Emisión de los Títulos de Deuda

Como ya fuera comentado, es una condición previa a la integración, la recepción por parte del Fiduciario de la aceptación otorgada por el MTOP a la notificación de la cesión de los créditos, una vez los mismos hayan sido originados de acuerdo con lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y los Acuerdos Ad-Referéndum. De esta forma, la emisión de los títulos se realiza una vez logrados los hitos, por lo que para el caso de los TD de la serie II, que corresponden al Acuerdo Ruta 9, todas las integraciones serán realizadas en forma diferida.

El monto a emitir será el equivalente al valor presente de la sumatoria de las cuotas a ser pagadas por el MTOP correspondientes a cada uno de los aportes, multiplicados por el coeficiente de ajuste y descontados a su valor presente del día de la emisión, utilizando la tasa de interés compensatoria prevista (5,9%) y una base de cálculo de años de 360 días. El coeficiente de ajuste, que será del 0,9514 deja casi un 5% para cubrir costos de emisión, eventuales diferencias en el tipo de cambio, costos operativos y el fondo de reserva.

En el siguiente cuadro se presenta el cronograma de las integraciones y los montos de cada una de ellas. La información es la real hasta febrero 2026 y las siguientes integraciones están sujetas a el cumplimiento de los hitos.

### Cuadro 6.- Fechas de Integración y montos en dólares

Acuerdo	Fecha Integración	Monto
Aporte 3 Ruta 8	13-Ene-25	26.500.000
Aporte 2 Ruta 9	6-Feb-26	13.558.997
Aporte 3 Ruta 9 *	May-26	17.235.931
Aporte 4 Ruta 9 *	Oct-26	17.652.575
Aporte 5 Ruta 9*	Mar-27	14.463.432

Fuente: En base a Prospecto y datos del BCU

\* Aún no integrado, fecha y monto estimado

### Flujo de Fondos

Los fondos que recibe el Fiduciario correspondientes a los créditos, una vez deducidos los importes que correspondan de acuerdo a lo establecido en el contrato, serán destinados al pago de los títulos de deuda, y de existir un remanente una vez cubiertos los gastos del fideicomiso, será destinado al pago de los certificados de participación.

En el siguiente cuadro se presenta el flujo de ingresos y egresos anuales esperados, pudiéndose observar que no cabría esperar dificultades para hacer frente a los gastos de operación y a al repago en tiempo y forma de los títulos de deuda.

<b>Cuadro 7.- Flujo de ingresos y egresos del Fideicomiso, en miles de dólares, por año.</b>							
	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2034</b>	<b>2035</b>	<b>2036</b>	<b>TOTAL</b>
(+) Ingresos	4.000	4.000	13.000	13.000	9.000	9.000	<b>126.000</b>
(-) Gastos de Operación	(87)	(88)	(107)	(108)	(106)	(52)	<b>(1.206)</b>
(-) Pago Títulos de Deuda	-3.821	-3.821	(12.369)	(12.369)	(8.563)	(8.563)	<b>(119.911)</b>
<b>Saldo</b>	<b>92</b>	<b>91</b>	<b>525</b>	<b>524</b>	<b>331</b>	<b>330</b>	<b>4.883</b>

Fuente: En base al Modelo Financiero

El año 2025 ya está cumplido, se cobraron 4 millones de dólares y se pagaron intereses y amortizaciones (del Título I), por 3,82 millones de dólares.

### Sensibilizaciones.

El principal riesgo de la operación, que es el flujo de ingresos brutos esperados, está adecuadamente controlado, ya que las emisiones de los títulos se realizan una vez cumplidos los hitos y asegurado por lo tanto un flujo seguro de ingresos. Por su parte, los costos operativos y de emisión están adecuadamente considerados al considerar el ajuste en los montos a emitir (coeficiente de ajuste del 0,9514).

Otros riesgos posibles que podrían afectar la operación serían: el atraso en las obras, una mayor diferencia diaria en el tipo de cambio o mayores costos imprevistos, que los considerados en el escenario base.

El atraso de las obras podría generar un mayor costo operativo del Fideicomiso, pero sería de muy baja incidencia. Por otra parte aumentaría el monto a emitir, ya que al atrasar las emisiones habrá una menor carga de intereses.

La diferencia en el tipo de cambio se refiere a que el MTOP paga sus cuotas en pesos (equivalente al tipo de cambio del día anterior) y luego el Fiduciario debe adquirir los dólares para amortizar los títulos, por lo tanto un eventual aumento sustancial el día de pago en el tipo de cambio, podría tener un efecto perjudicial sobre el Fideicomiso. En el escenario base, el modelo financiero supone la existencia de una variación de un 0,2%, lo cual en la actualidad parece cubrir adecuadamente este riesgo.

Cualquiera de estos efectos: un mayor plazo en la obtención de los hitos, un aumento en la diferencia de cambio o un mayor costo operativo, deberá ser absorbido por el coeficiente de ajuste considerado al estimar los montos a emitir. Los eventuales mayores costos determinarán un menor excedente y por lo tanto menores rendimientos para los tenedores de los certificados de participación, ya que los saldos anuales entre lo recibido por las cuotas, menos los gastos del fideicomiso, menos el repago de los títulos, tiene como destino la remuneración de los Cps. De esta forma, cualquier costo adicional que deba enfrentar el Fideicomiso reduciría el retorno de los CPs. Cabe recordar que los certificados de participación son propiedad del fideicomitente y no se califican.

En el peor escenario en el cual se registra una devaluación del peso respecto del dólar de un 2%, entre que se recibe el dinero de las cuotas y se adquieren los dólares (en un día), se atrasan los hitos en 13 meses y hay un aumento de un 10% en los costos por imprevistos, no hay dificultades para el repago de los títulos, ni pérdida en el valor de los CPs. Importa destacar que una devaluación diaria de un 2% es particularmente elevada y la probabilidad que ello ocurra todos los años el día en que el MTOP realiza las transferencias (12 veces) es prácticamente nula.

Como se puede observar, en ninguno de los escenarios considerados habría efectos negativos sobre los títulos de deuda, siendo los retornos de los certificados de participación los que se ajustan.

### **Riesgos considerados**

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

**Riesgo constructivo.** Refiere al riesgo de perjuicios en el repago de los títulos derivado del desempeño de la empresa constructora. De acuerdo a como se ha diseñado la operación y como también ya se ha referido en el capítulo tercero, el riesgo es casi inexistente. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo por descalce de monedas.** En este caso este riesgo es muy bajo ya que si bien los pagos del MTOP se realizan en pesos, se considera para definir el monto el tipo de cambio vigente el día anterior. Debería existir una devaluación justamente en ese día para que el efecto negativo sea importante, por lo dicho anteriormente el riesgo es de muy baja significación. *Riesgo casi nulo.*

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas al Fideicomiso y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios al proyecto. Incluyen, por ejemplo, la evolución macroeconómica, la situación de las finanzas públicas, la política tributaria general, la particular del sector de obra pública, la existencia de subsidios y las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, entre otras.

En este caso concreto no opera el riesgo de mercado, ya que refiere a obras ya realizadas o en proceso, por lo que las perspectivas de posibles futuras intervenciones en obras de infraestructura no operan.

En lo que tiene que ver con el instrumento financiero analizado en esta oportunidad, el análisis de entorno se focaliza en la capacidad del Estado, como contratante, de hacer frente a las obligaciones financieras comprometidas en las obras contratadas. Si bien el instrumento utilizado aparece como una fuente de financiamiento idónea para la inversión pública considerada estratégica en condiciones de estrechez fiscal, la firma de este tipo de contratos introduce compromisos financieros para el Estado que se suman a la ya notable rigidez del gasto público en Uruguay, derivado del peso de las obligaciones salariales, previsionales y de servicios de la deuda pública. En otros términos, la firma de estos acuerdos, transforman un gasto en inversión en el que la Administración tiene un alto grado de discreción para acomodar según sus necesidades financieras, en un gasto corriente altamente rígido vinculado a obligaciones contractuales.

En los últimos años las obligaciones derivadas de este tipo de contratos acumulan un volumen significativo para unas finanzas públicas enfrentadas a un contexto internacional en materia de costo del crédito muy distinto al que las economías emergentes se habían acostumbrado en la década pasada. Con tasas de interés “más altas por más tiempo”, los gobiernos se verán desafiados a mantener mejores resultados primarios que en el pasado, y el uruguayo no será la excepción.

Los posibles riesgos referidos al entorno se pueden descomponer consecuentemente en dos grandes componentes, el riesgo político y el macroeconómico

### Riesgo Político

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.

En este sentido importa destacar que este modelo de financiamiento se ha venido desarrollando en los últimos años sin mayores inconvenientes, por lo que ya resulta en una práctica habitual por parte de diferentes administraciones. En este sentido se pueden citar los proyectos de

<sup>4</sup> Las referencias a las Tasas de Retorno refieren siempre a todo el período y suponen que el inversor adquirió los CPs en el año cero y al valor par.

Participación Público Privada (PPP), los Fideicomisos Financieros y más recientemente los contratos de construcción, rehabilitación, mantenimiento y financiamiento (CREMAF), entre otros. En el caso concreto del MTOP, el organismo ha realizado en los últimos años buena parte de las obras a través de este tipo de financiamientos, principalmente PPP y CREMAF.

La Ley de presupuesto aprobada en 2025 contempla el desarrollo de nuevos proyectos de infraestructura como elemento clave para otorgar un mayor dinamismo a la actividad económica. Las inversiones proyectadas alcanzan un monto total asignado a este concepto de \$ 299.148 millones, equivalente a unos US\$ 7.400 millones entre los años 2025 y 2029. El Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOP) concentra el 27% de la inversión prevista, lo que representa aproximadamente US\$ 1.900 millones, para los 5 años. Las inversiones previstas por el MTOP se concentran mayoritariamente en el mantenimiento de la red vial existente, con un 50% destinado a conservación y un 26% a rehabilitación de tramos, lo que en conjunto representa el 76% del total.

Para el desarrollo de parte de estas inversiones nuevas el MTOP diseñó un mecanismo alternativo, similar a los CREMAF anteriores, denominados Contrato de Obra Pública de rehabilitación, mantenimiento y financiación de la infraestructura vial, con Mantenimiento Activos Sostenible (MAS CREMAF). En diciembre 2025 se publicó la primera licitación asociado a las obras en las rutas 8, 17, 18 y 26.

Visto la magnitud de la inversión que normalmente se realiza en la infraestructura vial en el país, se puede observar la escasa incidencia que tendrían los compromisos asumidos en esta operación (13 millones de dólares en los años de mayor aporte).

### **Riesgo Macroeconómico**

Respecto del **riesgo macroeconómico**, 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 en el organismo y/o en las cuentas públicas, difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aun existiendo un compromiso contractual asumido por parte del Estado, se resolviera de hecho postergar con el cumplimiento de las cuotas al fideicomiso, que constituye la base del repago de los títulos.

Más allá de los vaivenes de la coyuntura económica uruguaya, el perfil de la deuda pública soberana y la facilidad de acceso a los mercados de capitales, así como la disponibilidad de recursos extraordinarios de los organismos multilaterales de crédito, sumados a la tradicional voluntad de pago del Estado uruguayo, conforman un panorama de resistencia para los flujos de este Fideicomiso. Un reflejo de esta situación es el indicador del riesgo país que al momento de la redacción de este informe (abril 2026) estaba ubicado en 75 puntos (Índice UBI RAFAP)<sup>6</sup>.

Finalmente, para dar una idea de la sostenibilidad fiscal respaldada además por una regla de base legal, se presenta un cuadro de las evolución de los principales indicadores macroeconómicos.

<sup>6</sup>. Consistente con la nota de grado inversor de la deuda pública uruguaya.

## CUADRO 8: Expctativas y metas macroeconómicas

Uruguay	2024	2025	2026	2027
PIB: Variación Real (1)	3,10%	1,80%	1,00%	1,70%
Inflación (1)	4,80%	3,80%	4,50%	4,90%
Tipo de cambio (USD)				
s/promedio de diciembre (1)	44,00	39,00	39,70	40,40
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) -MEF-4,10%	-4,10%	-4,10%	-4,00%	-3,50%
Deuda Neta (GC y BPS) (como % PIB)	58,00%	57,70%	60,40%	61,90%
<b>Riesgo País (3)</b>	<b>79</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	
<b>Mundo (2) "Perspectivas de la economía mundial"</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>Mundo (variación PBI)</b>	<b>3,30%</b>	<b>3,30%</b>	<b>3,30%</b>	<b>3,20%</b>
USA	1,80%	2,10%	2,40%	2,00%
Alemania	-0,20%	0,20%	1,10%	1,50%
Japón	0,20%	1,10%	0,70%	0,70%
China	5,00%	5,00%	4,50%	4,00%
India	6,50%	7,30%	6,40%	6,40%
Brasil	3,40%	2,50%	1,60%	2,30%
México	1,40%	0,60%	1,50%	2,10%

(1) CPA Ferrere-Proyecciones Macro-marzo 2026

(2) FMI, Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial a enero 2026

(3) Riesgo País a fin del año 2024, agosto 2025 y marzo 2026

### Riesgos considerados

**Riesgo político;** refiere a que la Administración genere un cambio en las reglas de juego que afecte al flujo esperado de recursos del fideicomiso. *Se considera que este riesgo es casi nulo.*

**Riesgo macroeconómico,** que incorpora la posibilidad de que fluctuaciones económicas o limitaciones de origen fiscal afecten la capacidad del sector público de cumplir con los compromisos financieros adoptados en la forma prevista. La situación de acceso a financiamiento externo que tiene Uruguay permite atenuar un eventual panorama económico adverso, por lo que este riesgo 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 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 AA.uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor<sup>7</sup>.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>7</sup>. **CATEGORÍA AA.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada 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, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. **Grado de inversión óptimo con observaciones.**