

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO
GRINOR CIUDAD DE LA COSTA”**

Montevideo, marzo de 2026

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

**Actualización de Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa”
16 - marzo - 2026**

Plazo:	20 años luego del plazo de gracia
Títulos:	títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto de UI 231.472.516
Activos Fideicomitados:	Derechos de crédito transferidos por GRINOR derivados de la cesión de créditos futuros de la IC.
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management
Fideicomitente:	GRINOR S.A.
Amortización de Capital:	20 cuotas anuales en UI a partir del vencimiento del período de gracia (2/5/2017)
Pago de intereses:	junto con el capital en 20 cuotas anuales en UI, iguales y consecutivas a partir de la finalización del período de gracia.
Tasa:	nominal del 5.4% anual
Plazo de gracia:	Desde el inicio hasta la 1er. fecha de pago (mayo de 2017) período en que no se pagó ni capital ni intereses los que se capitalizaron.
Asesor jurídico calificación:	Dr. Leandro Rama
Entidad Registrante y Representante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Calificación:	A+. uy
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de noviembre de 2026 ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros ²

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

² . Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo, ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa" manteniendo la categoría A+.uy de grado inversor.

El objeto de esta emisión consistió esencialmente en la generación de recursos con la finalidad de obtener financiamiento para ejecutar diversas obras en la Ciudad de la Costa según Licitación Pública Internacional No. 101/14 convocada por la Intendencia de Canelones (IC) en el mes de marzo de 2014. Las mismas se han ejecutado completamente y a satisfacción de la IC.

A efectos de posibilitar esta operación, la IC cedió créditos provenientes de la cobranza futura descentralizada de tributos departamentales a favor del adjudicatario de la licitación (GRINOR S.A.) quién a su vez los cedió al "Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa" constituido el 23/10/2014, a fin de que la fiduciaria procediera a su securitización mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública en los términos contenidos en el Contrato de Fideicomiso.

En su calidad de Fideicomitente, GRINOR S.A. firmó un Contrato de Fideicomiso Financiero con EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante EFAM o el Fiduciario). Mediante el mismo, GRINOR S.A. se comprometió a transferir al Fideicomiso un flujo de fondos futuro por hasta el equivalente en UI de \$ 661.664.000 proveniente de la cesión de que fuera objeto por parte de la IC de sus ingresos por tributos municipales; con el respaldo del patrimonio fideicomitado, la Fiduciaria realizó las emisiones de títulos de deuda de oferta pública en los términos y condiciones establecidos en el contrato, y lo hizo hasta completar el total de la obra adjudicada, hecho que ya ocurrió. Sobre un monto total autorizado de hasta UI 240.000.000, la emisión final alcanzó la cifra de UI 231.472.516. Asimismo, emitió Certificados de Participación (CP) por el remanente que se colocaron en forma privada. Estos CP's no se califican.

Respecto de los títulos de deuda cabe reiterar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avaló en su momento el informe jurídico realizado por el Asesor Legal de CARE Dr. Leandro Rama en ocasión de la calificación realizada en octubre de 2014 y que se incluyó como anexo de la misma.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente.
- La liquidez adecuada del papel en función de su naturaleza sin perjuicio de las características del mercado de valores uruguayo.
- La emisión de los títulos contra obra ejecutada.
- Las obras han culminado satisfactoriamente y antes de los plazos previstos fijándose el monto final de la emisión y el cronograma definitivo de pagos que cancelan los títulos con los intereses correspondientes así como el cronograma definitivo de cesiones a percibir por parte del fideicomiso. Los títulos emitidos fueron unificados en uno solo a partir de mayo de 2018.

Respecto de los flujos proyectados:

- Practicado una vez más el análisis de suficiencia por parte de CARE no se encontraron dificultades para que la IC pudiera cumplir con los recursos fideicomitidos a que se compromete en esta operación.
- Esto es así, incluso, tomando en cuenta el proyecto de presupuesto por el periodo 2026 a 2030 en curso de aprobación.
- No configura un escenario probable una caída de la recaudación descentralizada de tal magnitud que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas.
- Las obligaciones emergentes de este y otros fideicomisos que se encuentran operativos implican para el año de mayor cesión (2026) algo más de 12 % de los ingresos totales de la IC previstos en el proyecto de presupuesto (en trámite de aprobación) para el corriente año y algo más de 20 % de la cobranza descentralizada registrada en el año 2025. En ningún caso se compromete la cobertura del Rubro 0³.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Este instrumento de financiación contó con el apoyo exigido de, al menos, dos tercios de votos de la Junta Departamental. Una vez aprobado el mismo y habiéndose cumplido los compromisos de realización de obra que de él se derivan no parece probable que en un escenario futuro de sucesivos cambios en la conducción política del Departamento, se repudie lo actuado al punto de comprometer obligaciones contractuales legítimas.
- Superada la crisis provocada por el Covid 19, no se prevé una nueva caída de la recaudación en una magnitud tal que no haya sido contemplada en el análisis de sensibilidad. Antes bien, los años posteriores al mencionado, confirman la recuperación de dicha recaudación retomando la tendencia creciente pre pandemia.
- No se advierten dificultades para que la IC reúna las mayorías necesarias para la aprobación del proyecto de presupuesto por el período 2026 a 2030, actualmente a consideración de la JDC.

³. De acuerdo al manual de procedimientos de CARE la indemnidad del Rubro 0 es el mínimo aceptable para merecer grado inversor

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 EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante EFAM o el Fiduciario) por un monto total de hasta UI 240.000.000 (doscientos cuarenta millones de Unidades Indexadas). Esta cifra surge del prospecto informativo presentado al BCU y representa el monto máximo estimado para financiar por parte de GRINOR S.A una serie de obras según Plan de Obras adjudicado por la IC en Licitación Pública Internacional No. 101/14 en la modalidad de pago financiado. Los títulos se emitieron con el respaldo de los componentes del presente Fideicomiso Financiero.

Los Activos del Fideicomiso son: los derechos de crédito transferidos por GRINOR al patrimonio del Fideicomiso, derivados de la cesión de créditos futuros de la Intendencia de Canelones bajo el Contrato de Arrendamiento de Obra y el Contrato de Cesión de Créditos, por las Unidades Indexadas equivalentes a la suma de \$ 661.664.000 (Pesos Uruguayos seiscientos sesenta y un millones seiscientos sesenta y cuatro mil) correspondientes al total de los importes financiados de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada presentado por GRINOR y aceptado por la Intendencia en los términos previstos en el Contrato de Arrendamiento de Obra, convertidos a Unidades Indexadas a la cotización vigente a la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada, más los intereses a la tasa del 6,95% efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada.

Culminadas las obras y en consecuencia las emisiones de títulos (Series 1 a 16), se alcanzó un total emitido de UI 231.472.516 lo que determinó que las 20 cuotas fijas anuales a ceder por parte de la IC asciendan a la cantidad de UI 20.977.076 cada una; esto es lo que recibirá el fideicomiso; por su parte, las 20 cuotas anuales que deberá pagar el fideicomiso para cancelar los títulos con sus intereses se fijaron en UI 19.928.033.

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 juicio⁴.

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 corresponde⁵.

⁴. La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera o una recomendación de inversión.

⁵. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

La presente fue una emisión de oferta pública, de títulos valores emitidos por EFAM al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizarán en un plazo de 20 años con un período de gracia que venció el segundo día hábil del mes de mayo de 2017, fecha del primer pago, siendo la fecha del último pago el segundo día hábil del mes de mayo del año 2036. Las amortizaciones se están haciendo en 20 cuotas anuales iguales y consecutivas una vez finalizado el período de gracia y comprenden amortización de capital e intereses. Durante el período de gracia no se amortizó el capital ni se pagaron los intereses, los que fueron capitalizados. La tasa de interés fue determinada por el Fiduciario, previo a cada emisión. La misma fue fijada en 5.4% anual.

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 técnicos necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, y por Julio Preve. CARE contó con el asesoramiento legal del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjuntó como Anexo 1 en el informe de calificación original.

2. Antecedentes

- En marzo de 2014 la Intendencia de Canelones realizó la Licitación Pública Internacional N° 101/14 de la cual fue adjudicatario GRINOR S.A. mediante Resolución Administrativa N° 14/06406 de 25/9/2014, y para la cual se firmó con fecha 3 de octubre de 2014 el Contrato de Arrendamiento de Obra correspondiente a dicha licitación.
- En la Licitación se previó que el pago del precio del Contrato de Arrendamiento de Obra se realizaría mediante: a) pagos en efectivo (Pago Contado por Avance de Obra) y b) cesión de créditos de cobranza descentralizada (Pago Financiado); ambos de acuerdo al avance de obra que se certifique. Dichos avances se certificaron a través de Certificados Mensuales de Obra Ejecutada elaborados por GRINOR y aprobados por la IC. En cada pago correspondiente a cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada, la Intendencia podía optar por aplicar el Pago Financiado o el Pago Contado por Avance de Obra por los montos que entendiera conveniente en cada oportunidad.
- En otros términos, el adjudicatario (GRINOR S.A.) se constituyó en Fideicomitente cediendo al fideicomiso los créditos que la IC le cedió a ella. Cuando la IC opta por el Pago Financiado significa que el pago de los certificados lo hace el fideicomiso.
- A tales efectos, con fecha 3 de octubre de 2014 la Intendencia y el Fideicomitente firmaron un Contrato de Cesión de Créditos a través del cual la Intendencia cedió y transfirió a GRINOR créditos derivados de la Cobranza Descentralizada por hasta la suma de Unidades Indexadas (UI) equivalentes a la suma de \$ 661.664.000 (Pesos Uruguayos seiscientos sesenta y un mil millones seiscientos sesenta y cuatro

mil). Esto se corresponde con el total de los importes financiados de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutado presentado por GRINOR y aceptado por la Intendencia en los términos previstos en el Contrato de Arrendamiento de Obra, convertidos a UI a la cotización vigente a la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutado, más los intereses a la tasa del 6,95% efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada certificado de avance de obra (los "Créditos Cedidos").

- Por otra parte, el plan de emisión de los títulos fue diseñado de forma tal que se haría la emisión en forma simultánea con la integración y conjuntamente con la presentación y aprobación de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada que determinaría el monto exacto.
- Las partes estimaron que a lo largo del período de ejecución de las obras (unos 30 meses) el monto a emitir sería de UI 223.668.106. La suscripción de los títulos a emitirse, es decir, el compromiso asumido por los adquirentes se hizo previamente por la totalidad de forma tal de otorgar certezas al fideicomiso de que una vez realizada la emisión se hará la integración.
- Registrada la oferta en el BCU, la Fiduciaria informó que hubo compromisos de integración (suscripción) por un total de UI 240.000.000 distribuidos entre dos inversores (UI 33 millones y 207 millones respectivamente).
- A junio de 2016 se habían emitido 16 títulos, el último de las cuales fue el 25/4/2016 en función del último certificado de obra ejecutada presentado y cedido por Grinor el 31/3/2016 dándose por culminadas las obras objeto de esta operación lo que implicó una emisión de títulos por un valor de UI 231.472.516. En mayo de 2018, estos 16 títulos fueron unificados en uno solo.
- La cesión de créditos de la cobranza descentralizada tendría la prelación existente a la fecha de la firma del Contrato por el que se constituye este fideicomiso, frente a otras cesiones de tributos existentes o que pudieran existir en el futuro. A tales efectos las partes acordaron notificar a los Agentes de Recaudación de la cesión de créditos.
- GRINOR firmó el Contrato de Fideicomiso con EFAM a quien cedió los créditos recibidos (bienes fideicomitados) por la IC. La finalidad del Fideicomiso es la obtención de financiamiento a largo plazo a efectos de abonar los costos de las obras bajo la Licitación, todo esto mediante la securitización de los créditos, a través de la emisión por oferta pública por parte del Fiduciario de Títulos de Deuda garantizados con los bienes fideicomitados transferidos por el Fideicomitente (GRINOR).
- Posteriormente se acordó la continuidad de esta operación en otra análoga que también fue calificada por CARE con nota de grado inversor.
- En el Presupuesto Quinquenal vigente (2021-2025) se constata una partida anual destinada a amortización de pasivos que luce suficiente para atender los compromisos emergentes de los fideicomisos acá mencionados. Lo mismo se constata en el proyecto del nuevo presupuesto quinquenal en curso de aprobación.

- Con fecha 15 de setiembre 2023, RAFISA informó a CARE que *“El pasado 11 de setiembre se firmó un nuevo fideicomiso por parte de la Intendencia de Canelones (IC) con República Negocios Fiduciarios S.A. con el objeto de obtener un financiamiento con CAF, para poner a disposición de la IC los dineros necesarios para la realización de obras en espacios públicos”...*
- En ocasión de la revisión realizada en setiembre de 2024 el Comité resolvió ajustar la nota al alza quedando en A+.uy

2.1 Otros Compromisos de la IC⁶

La IC ha realizado varias operaciones financieras por las cuales ha cedido parte de la cobranza futura de sus tributos por lo que parece pertinente llevar una relación de todas ellas. El orden de prelación lo determina el orden cronológico en que fueron implementadas y así se presentan, de izquierda a derecha, en el Cuadro 1. CARE, en tanto calificadora de la mayoría de ellas posee información proporcionada por República AFISA de aquellas que a la fecha se encuentran vigentes (entre paréntesis se informa el año de vencimiento)

- Costaplan (2033)
- FF Canelones I Series 1 y 2 (2026)
- Canelones II Serie 1 (2032)
- Canelones II Serie 2 (2033)
- UTE Alumbrado Público (2035); en esta operación, la cesión de tributos es en garantía subsidiaria.
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa I (2036)
- Fideicomiso Grinor Ciudad de la Costa II (2036)
- Fideicomiso Financiero Canelones III (2037)
- Fideicomiso Financiamiento Recambio de Luminarias de Canelones I (2039)
- FF Canelones 2022 (2037)
- Fideicomiso de Administración 2023 (2042)

En el cuadro siguiente se incluyen todas las cesiones que hasta el momento tiene comprometidas la IC a partir del corriente año 2026, que ya cuenta con principio de ejecución. Más adelante, en la sección correspondiente se analiza la incidencia de todas ellas en las finanzas de IC.

⁶. Fuera de los que acá se mencionan, la IC no ha informado a CARE de otros compromisos financieros.

CUADRO 1: Compromisos de la IC por orden de prelación (en miles de UI)

año	Costaplan	Can I	Can II	Grinor I	Grinor II	UTE	Can III	Luminarias	Privado 2022	Adm 2023	Totales
2026	15.600	29.700	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	46.460	18.876	297.397
2027	15.600		38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	45.010	18.122	263.493
2028	15.600		37.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	43.600	17.403	259.864
2029	15.600		36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	42.130	16.620	257.111
2030	15.600		33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	40.670	15.873	251.904
2031	15.600		31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	39.240	15.130	247.731
2032	15.600		22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	37.820	14.414	236.595
2033	11.700		7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	36.350	13.656	214.967
2034				20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	34.910	12.924	194.095
2035				20.977	19.992		64.200	30.875	33.460	12.199	181.703
2036				20.977	19.992		64.200	30.875	32.020	11.492	179.556
2037							21.400	30.875	24.500	10.761	87.536
2038								30.875		10.049	40.924
2039								30.875		9.343	40.218
2040										8.652	
2041										7.944	
2042										7.268	
Totales	120.900	29.700	247.000	230.747	219.912	91.953	727.600	432.250	456.170	220.724	2.753.093

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

Los vencimientos correspondientes al año 2026 tienen a la fecha distintos grados de cumplimiento; a los efectos de facilitar la lectura del cuadro precedente los mismos fueron incluidos por el total anual.

En agosto de 2014 se crea el "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público" por el cual la IC cede también (en garantía), parte de su cobranza descentralizada. Esto se incluye en este cuadro (columna UTE); en realidad se trata de un supuesto conservador ya que dicha cesión es en carácter de garantía subsidiaria de una forma de pago que CARE, como calificador de ese fideicomiso, juzgó suficiente, lo que hasta el presente se ha verificado en los hechos. La cuota anual comprometida por la IC en ese fideicomiso asciende a la cantidad de miles de UI 10.217 que, se reitera, tiene su propia fuente de financiamiento y que, en principio no afecta sus tributos. Una fuente de repago similar tiene el fideicomiso para el recambio de luminarias por lo que, en principio, no afecta los ingresos por tributos. Su inclusión en el cuadro, también responde a un criterio conservador.

3. Objeto de la calificación, información analizada,

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo del o los beneficiarios, de recuperar el monto por el que adquirieron los títulos de deuda en las condiciones de interés, plazo, gracia, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada en esta oportunidad incluye los siguientes documentos:

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE del "Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Canelones I" Series 1 y 2; del "Fideicomiso Financiero de Obras Viales e Infraestructura del Departamento de Canelones"; del "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"; del "FF Ciudad de la Costa Grinor II"; "FF Canelones III"; "Fideicomiso Financiamiento Recambio de Luminarias de Canelones I" y Fideicomiso de oferta privada Canelones 2022.
- Calificación de este Fideicomiso realizada por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Información del SUCIVE y de la cobranza descentralizada general a diciembre de 2025 y febrero 2026 respectivamente.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025
- EE CC del Fideicomiso al 31/12/2025.

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

4. Hechos salientes del periodo

- Las cifras del Presupuesto 2026-2030 que se utilizan en este informe surgen del cuadro resumen del Proyecto remitido a la JDC. El mismo se encuentra transitando el trámite formal y se espera sea aprobado sin mayores cambios en las próximas semanas.
- La información de la recaudación descentralizada al término del año 2025 confirma su tendencia creciente. La información parcial a febrero 2026 sigue la misma tendencia.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que fueron adquiridos por el o los beneficiarios financieros. Los bienes fideicomitados para el pago de dichos títulos están constituidos por flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de la recaudación correspondiente y necesaria de tributos municipales provenientes de la cobranza descentralizada.

1. Descripción General

Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente que, a partir de mayo de 2018 se unificó en uno solo:

Título:	Título representativo de deuda escriturales
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
Monto de la Emisión:	UI 231.472.516
Interés:	5.4 % nominal anual en UI.
Plazo:	Hasta la liquidación del Fideicomiso o 30 años
Plazo de gracia:	Hasta la fecha del primer pago, ocurrido el 2/5/2017
Pago de intereses:	Junto con la amortización de capital en 20 cuotas anuales, iguales y consecutivas a partir del 2/5/2017 y hasta el 2/5/2036
Amortización del capital:	Idem pago de intereses
Fecha de Pago:	Los segundos días hábiles del mes de mayo entre 2017 y 2036
Garantía:	Los bienes fideicomitados
Registro:	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).
Calificación de Riesgo:	A+.uy

2. Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos y de un financiamiento a largo plazo que trasciende el período de la actual administración municipal, el análisis jurídico es básico para blindar el negocio financiero. Resulta clave por tanto a juicio del Comité de Calificación de CARE la legitimación de todo lo actuado.

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó el informe original de calificación por lo que se considera innecesario reiterarlo acá. Se transcribe su conclusión:

“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión”.

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago al o los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En función de los análisis realizados y el tiempo transcurrido sin que se verificaran conflictos, se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es muy poco probable. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión de los beneficiarios constituye un atributo favorable intrínseco a los títulos por como se lo ha diseñado, aún teniendo presente las características de escaso desarrollo de nuestro mercado de capitales que no permite garantizar su inmediata comercialización. *Riesgo bajo.*

III. 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 tributos que le fueran cedidos por la IC. Si bien la gestión de GRINOR no se vinculaba estrictamente con el riesgo de repago de los títulos emitidos, su actuación condicionaba la existencia misma del fideicomiso. Por otra parte, al haber culminado las obras, no corresponde analizar el riesgo constructivo

a) La Fiduciaria: Ef Asset Management (EFAM)

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 intermedios al 30 de junio de 2025 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez para el semestre, medido como la razón corriente, en este caso supera 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 lo que no ocurre en el semestre informado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios al 3/06/2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	55.186	33.440	26.198
Activo no Corriente	257.937	290.099	248.688
Total Activo	313.122	323.539	274.886
Pasivo Corriente	39.818	45.457	38.315
Pasivo no Corriente	244.216	249.374	211.246
Total Pasivo	284.033	294.830	249.561
Patrimonio	29.089	28.708	25.325
Total Pasivo y Patrimonio	313.122	323.539	274.886
Razon Corriente	1,39	0,74	0,68

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre de 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 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos Operativos	49.372	48.060	95.753
Gastos Adm. y Vtas.	(41.679)	(38.149)	(78.523)
Resultado Operativo	7.693	9.911	17.230
Resultados Financieros	(6.931)	(6.541)	(11.495)
Resultados antes de impuestos	763	3.370	5.735
IRAE	(381)	(1.158)	(2.352)
Resultado del período	381	2.212	3.383
Res Operativos/Ingresos	15,58%	20,62%	17,99%
Res Ejercicio/Ingresos	0,77%	4,60%	3,53%

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

La empresa constructora y fideicomitente fue GRINOR S.A, adjudicataria de la Licitación Pública Internacional No. 101/14 mediante Resolución Administrativa N° 14/06406 de 25/9/2014. Por el diseño de esta operación fue quien recibió la cesión de la cobranza descentralizada futura de tributos departamentales los que, a su vez, fueron cedidos a este fideicomiso. Para ello, GRINOR S.A firmó con la Fiduciaria el Contrato de Fideicomiso.

En su rol de empresa constructora GRINOR SA fue evaluada por CARE oportunamente, no encontrándose en su momento ningún elemento que hiciera pensar en un riesgo de incumplimiento por parte de la misma. Dado que las obras objeto de este fideicomiso culminaron y fueron recibidas sin observaciones por parte de la IC su seguimiento, desde el punto de vista de su capacidad constructiva, carece de sentido.

c) El Fideicomiso

Con fecha 23/10/2014 se celebró el contrato de fideicomiso entre EFAM y Grinor SA en su condición de fiduciario y fideicomitente respectivamente.

El Fideicomiso se viene desempeñando sin inconvenientes. Como ya se ha informado, la emisión final total resultó ser de UI 231.472.516 y comenzó a amortizarse de acuerdo al cronograma establecido a partir del mes de mayo de 2017 y culminará en mayo de 2036; en total, la sumatoria de las 20 cuotas anuales de cada una de las 16 emisiones arroja una cuota anual por concepto de amortización e intereses de miles de UI 19.928. Por su parte, los créditos fideicomitados (20 cuotas anuales equivalentes a miles de UI 20.977 cada una) comenzaron a percibirse a partir del 30 de abril de 2017; como se ve, se genera un excedente anual de miles UI 1.049, suficiente para atender los demás gastos que demanda su administración.

Las obras, y en consecuencia las emisiones, se realizaron a un ritmo mayor al previsto por lo que culminaron casi un año antes de lo proyectado. Esto determinó que parte de los certificados (emisiones) se emitieran antes de lo supuesto; siendo fijo el plazo para su cancelación, una emisión temprana supuso un mayor plazo de intereses por lo que las cesiones a que se obliga la IC resultaron algo mayores a las proyectadas.

En el cuadro siguiente se muestra en forma resumida el estado de situación del Fideicomiso al cierre del ejercicio 2025.

Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	1.111.889	1.135.586	1.142.134
Activo Corriente	137.851	132.391	126.215
Activo no Corriente	974.038	1.003.194	1.015.919
Pasivo	1.088.071	1.113.781	1.122.259
Pasivo Corriente	128.936	124.102	118.166
Pasivo no Corriente	959.135	989.679	1.004.093
Patrimonio	23.818	21.805	19.876
Pasivo y Patrimonio	1.111.889	1.135.586	1.142.134
Razon Corriente	1,07	1,07	1,07

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El activo corresponde básicamente a los créditos cedidos por el fideicomitente mientras que, en contrapartida, en el pasivo se representa el saldo a pagar hasta cancelar los títulos emitidos. El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones, el próximo vencimiento será en el mes de mayo de los corrientes y nada hace suponer que no se vaya a cumplir en tiempo y forma.

Riesgos considerados:

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, este riesgo se considera casi inexistente tanto por la fiduciaria como la empresa constructora. Como ya se ha mencionado, si bien la gestión de GRINOR no se vinculaba estrictamente con el riesgo de repago de los títulos emitidos, su actuación condicionaba la existencia misma del fideicomiso. La empresa constructora ya cumplió con su función. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones y dado el tiempo transcurrido sin que se hayan verificado conflictos 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. *Riesgo casi nulo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza cedida por la IC a GRINOR que éste cedió al fideicomiso. Como queda referido EFAM recibe, de acuerdo a la prelación correspondiente, la cesión del flujo futuro de la llamada cobranza descentralizada que la IC cediera a GRINOR de acuerdo a los contratos respectivos. Con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda que se emitieron alcanzaron un total de UI 231.472.516 y se estableció un cronograma de integración pari pasu con los Certificados Mensuales de Obra Ejecutada presentados por GRINOR y aprobados por la IC. Realizada la convocatoria a interesados se recibió el compromiso de integración por la totalidad de la oferta, es decir, UI 240 millones distribuidos entre dos inversores por UI 207 millones y UI 33 millones respectivamente. Como ya se informó en otra sección de este informe, se produjeron 16 emisiones mensuales siendo la última y definitiva en abril de 2016. Para dichas emisiones, la fiduciaria fijó una tasa de interés de 5.4% que coincide con la tasa de referencia utilizada para las proyecciones. Las mismas fueron adquiridas por los dos inversores que suscribieran la emisión manteniendo la misma proporción. En el mes de mayo de 2018 se realizó la unificación de las dieciséis series de los Títulos de Deuda en una única serie.

El flujo que compone el activo subyacente del fideicomiso financiero fue aprobado por la Intendencia de Canelones en el acto de adjudicación de la Licitación Pública citada y que preveía en sus pliegos esta modalidad de financiamiento para parte de Plan de Obras a ejecutar.

Relación de los compromisos asumidos por la IC y su presupuesto

A continuación se presenta una relación entre los ingresos totales estimados por la IC así como de la cobranza descentralizada para el período de repago de este y otros títulos. Se establece la relación entre las cesiones totales (incluida esta) con la totalidad de ingresos esperada y con la totalidad de cobranza descentralizada según informa la IC, todo expresado en miles de UI.

Para ello se tuvo en cuenta el proyecto de presupuesto quinquenal remitido a la JDC según cuadro resumen para el período 2026 a 2030; en el cuadro siguiente se exponen en forma resumida sus rubros más relevantes. Las cifras del presupuesto fueron expresadas en moneda nacional a valores de 2025 que CARE convirtió a UI para facilitar este análisis.

Cuadro 5: Presupuesto quinquenal de la IC en millones de UI

Concepto	2026	2027	2028	2029	2030
Total Ingresos	2.402	2.536	2.555	2.537	2.518
Origen Departamental	1.716	1.750	1.785	1.821	1.857
Origen Nacional	576	608	608	608	576
Financiamiento a largo plazo	110	178	162	107	85
Total Egresos	2.403	2.536	2.555	2.537	2.518
Rubro 0	1.013	1.013	1.013	1.013	1.013
Egresos Corrientes	924	949	949	949	917
Financiamiento largo plazo	110	178	162	107	85
Cuotas financiamiento largo plazo	328	305	312	356	359

Financiamiento pasivo acumulado 26,09527206 91,41449341 118,9685074 110,7023032 143,76712

Fuente: Proyecto Presupuesto quinquenal IMC (aún no aprobado, febrero 2026)

Conversión a UI según cotización al 01/01/2025 \$ 6,1697 (CARE)

En cuanto a la cobranza descentralizada, que es lo fideicomitado, la IC brinda regularmente información de su recaudación. En este caso, se contó con la información referida hasta el año 2025 inclusive. En tal sentido, la IC informó a CARE que los ingresos que obtuvo por este medio fueron de \$ 9.125 millones (incluyendo el SUCIVE) que, convertido a UI, representa un monto del orden de UI 1.455 millones.

En el cuadro siguiente se muestra la evolución de la recaudación descentralizada y en la última columna se incluye para los cuatro últimos años la recaudación de su principal componente, el SUCIVE para comprobar la incidencia del mismo en el total.

Cuadro 6: cobranza descentralizada

año	miles de UI	variación	SUCIVE	% SUCIVE
2013	566.605			
2014	633.362	11,78%		
2015	729.740	15,22%		
2016	812.149	11,29%		
2017	825.537	1,65%		
2018	884.692	7,17%		
2019	937.453	5,96%		
2020	847.799	-9,56%		
2021	923.192	8,89%		
2022	1.021.015	10,60%	599.179	58,68%
2023	1.290.931	26,44%	676.731	52,42%
2024	1.337.698	3,62%	679.509	50,80%
2025	1.454.747	8,75%	736.762	50,65%

Fuente: IC y RAFISA

Nota: conversión UI estimada por CARE

Puede observarse que en los años en que se incluye la información del SUCIVE (2022 a 2025), su recaudación ha sido siempre creciente y que representa más del 50 % de la recaudación total. En definitiva, se mantiene la tendencia creciente de la recaudación, en buena medida por la influencia del SUCIVE. De acuerdo a la información parcial por los primeros dos meses de 2026, se mantiene la tendencia.

Interesa realizar, una vez más, un análisis de suficiencia no ya para este fideicomiso en particular sino teniendo en cuenta todos ellos. En el Cuadro 1 se informan año a año los compromisos financieros asumidos hasta la fecha. Del mismo se desprende que el desembolso mayor deberá hacerse en el año 2026 con miles de UI 297.397; dicha cifra representa algo más de 20 % de la cobranza descentralizada de 2025 (Cuadro 7) y 12,4 % de los ingresos totales presupuestales previstos para el año 2026 (Cuadro 6). Según esta forma de cálculo y de acuerdo a las cifras citadas en los respectivos cuadros y su tendencia, cabe esperar una relación decreciente de los compromisos asumidos respecto a su fuente de financiamiento tal cual viene ocurriendo.

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

En tal sentido, se elaboró el cuadro siguiente en que se compara la totalidad de los ingresos presupuestales previstos para el año 2026, según proyecto de presupuesto, con las cesiones comprometidas para el mismo año y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto en vías de aprobación.

CUADRO 7: Indemnidad Rubro 0 (millones UI)	
Concepto (millones UI)	2026
Ingresos totales de la IC	2.402
Cesiones totales año 2026	297
Excedente	2.105
Rubro 0 año 2026	1.013
Saldo disponible	1.092

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede observar que, si a los ingresos totales estimados en el año 2026 se le deducen las cesiones comprometidas a la totalidad de los fideicomisos, resta aún un remanente que más que duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0. Cabe agregar, además, que, como se observa en el Cuadro 1, los compromisos anuales son decrecientes y como se mencionó, fueron calculados con criterio conservador. También hay que recordar que, de ser necesario, prima el orden de prelación.

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

Análisis de sensibilidad

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

Una referencia podría ser la última gran crisis ocurrida en el país (años 2001 y 2002). En esos años, el PBI cayó un 11% mientras que la recaudación de las intendencias (todas ellas agrupadas con excepción de Montevideo) cayó un 14%.

La otra, más reciente, fue el impacto económico producido por la pandemia, particularmente en el año 2020 en que la recaudación de los tributos fideicomitados por la IC cayó casi un 10 %; ningún analista pronostica en el corto plazo una caída en el PBI⁷ de la magnitud registrada en la crisis de comienzos de siglo; tampoco se prevé nada parecido a lo ocurrido recientemente, no obstante parece más adecuado tomar esta última referencia

A modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos de 10 % referidos al año 2026, según proyecto presupuestal. El resultado se expresa en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: sensibilización	
Concepto (millones UI)	2026
Ingresos totales abatidos 10%	2.162
Cesiones totales año 2026	297
Excedente	1.865
Rubro 0 año 2026	1.013
Saldo disponible	852

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede comprobar que los recursos obtenidos, deducidas las cesiones comprometidas, serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y aún disponer de un remanente para atender otros compromisos. Se reitera, además, que la recaudación descentralizada en el año 2020 cayó casi un 10 % (producto de la crisis sanitaria) lo que no supuso un inconveniente en el cumplimiento de la IC con sus obligaciones para con los fideicomisos. Esto en sí mismo representó en los hechos una prueba de sensibilidad superada satisfactoriamente.

Riesgos considerados

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

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

Riesgo Constructivo. Es el riesgo del no pago de los títulos por el incumplimiento en la realización de la obra comprometida. Habiendo culminado satisfactoriamente la obra objeto del fideicomiso ya no existe tal riesgo.

⁷. Ver Cuadro 9

V. EL ENTORNO

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

Riesgos considerados

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

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

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

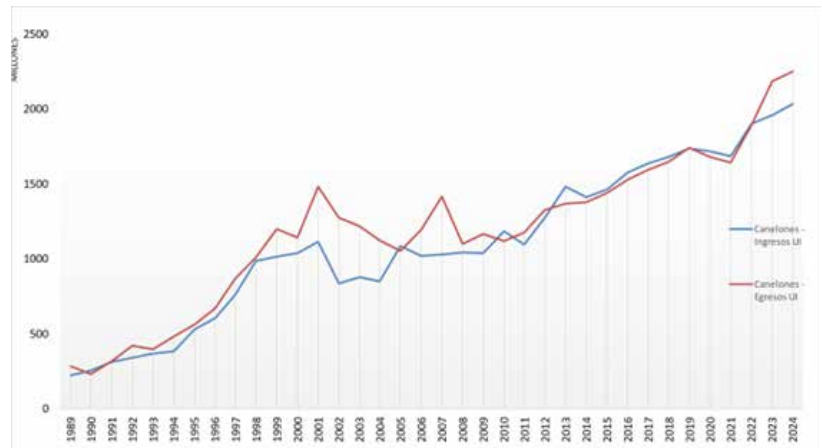
El aporte fue creado, como ya se refirió, por decisión de la IC con anuencia de la JDC e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado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

Con respecto a los temas presupuestarios⁸, tanto la administración actual como lo que se puede colegir del comportamiento de las futuras, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan

⁸. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución de los diferentes fideicomisos la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a estos, los que pagan sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe bajo el título Análisis de Sensibilidad comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico.

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



Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central dada la vinculación de esta operación no solo con instituciones nacionales, quizás las Administradoras de Fondos Previsionales, sino de éstas con el crédito del país. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID⁹ cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba a comienzos del mes de marzo de 2026 con un índice de riesgo país de 70 puntos (índice UBI de RAFAP) se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública.

Así como no se prevé un desequilibrio pronunciado en las cuentas municipales, lo mismo puede decirse a nivel nacional. Esto se recoge en las estimaciones del cuadro que sigue.

⁹ El proyecto de Ley de Presupuesto actual plantea un incremento de las transferencias a los gobiernos subnacionales de un 20 % en términos reales

CUADRO 9: Exptativas y metas macroeconómicas

Uruguay	2024	2025	2026	2027
PIB: Variación Real (1)	3,10%	2,20%	1,90%	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%
Riesgo País (3)	79	70	70	
Mundo (2) "Perspectivas de la economía mundial"	2024	2025	2026	2027
Mundo (variación PBI)	3,30%	3,30%	3,30%	3,20%
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-diciembre 2025

(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

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, el fiduciario, el activo subyacente y los flujos esperados, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por la IC como por EFAM y los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación A+.uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor¹⁰.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez

¹⁰. **CATEGORÍA A+.uy.** Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **El signo (+) indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje Grado de inversión con observaciones.**