

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A  
PARTIR DEL DENOMINADO  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
FONDO CAPITAL I”**

*Montevideo, abril de 2025*

---

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

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE  
"FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO CAPITAL I"  
02 - abril - 2025**

<b>Plazo:</b>	hasta 20 años a partir de la emisión.
<b>Títulos de Deuda:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por la suma de UI 900.8 millones de Valor Nominal
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Cesión de la Intendencia de Montevideo de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE).
<b>Emisor:</b>	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión SA)
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia de Montevideo (IM)
<b>Amortización:</b>	El capital de los TTDD se amortiza en cuotas bimensuales a partir del período de integración de 5 años; desde 2022 y hasta 2036. La IM se reserva el derecho de realizar cancelaciones anticipadas dentro de cada año.
<b>Pago de intereses:</b>	mensualmente durante el período de integración (5 años) y luego en cuotas bimensuales conjuntamente con la amortización de capital.
<b>Fecha de la 1a. emisión:</b>	26/12/2016
<b>Tasa:</b>	7 % efectivo anual
<b>Fiduciario:</b>	RAFISA (República Administradora de Fondos de Inversión S.A)
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Entidad Registrante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30 de noviembre de 2025 <sup>1</sup>
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

<sup>1</sup> . Ante la aparición de hechos relevantes CARE puede revisar la calificación en cualquier momento

## Resumen General

***CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda de oferta pública emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Fondo Capital I" manteniendo la categoría A. uy de grado inversor.***

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos para la realización de inversiones en obra pública por parte de la Intendencia de Montevideo (en adelante IM) por un importe del orden de UI 900.813.745.

A efectos de realizar dichas inversiones, la IM requirió de financiamiento para lo cual realizó la emisión de varios títulos de deuda de oferta pública que, una vez culminado el periodo fijado a esos efectos, alcanzó un total de algo más de UI 900.8 millones, por debajo del tope establecido que era de UI 940 millones. El repago de los títulos está respaldado con la parte de cobranza de tributos que transfiere la IM en forma bimensual a razón de hasta UI 18 millones por cuota hasta cancelar la totalidad de los títulos emitidos, los intereses y los fondos necesarios para cubrir otros gastos con un tope de UI 2.160 millones.

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

### Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- El presente fideicomiso se realiza al amparo de la Ley 17.703 y por las razones que se desarrollaron en profundidad en el informe jurídico que acompañó la calificación original, "no se advierten riesgos jurídicos estructurales en el proceso de emisión".
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

### Respecto de la Administración:

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos. Se destaca la creación de una Comisión Especial, órgano político con representación de la oposición que no integra la estructura administrativa, pero con función de seguimiento de lo actuado, y la figura del Agente Certificador, un tercero independiente que tuvo la función de contralor de las actuaciones en lo concerniente a la realización de la obra pública y a la contratación de la misma<sup>2</sup>.

### Respecto de los flujos proyectados:

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda representa, en términos anuales, un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia y aún de la cobranza que se cede. Esta situación no cambia sustancialmente si se considera una segunda operación, posterior a ésta en el orden de prelación pero que afecta el mismo caudal de créditos, denominada "Fideicomiso Financiero Fondo

<sup>2</sup>. El agente certificador fue UNOPS (The United Nations Office for Project Services) organismo operacional de las Naciones Unidas que apoya a sus asociados en la ejecución de sus proyectos. Su contrato finalizó en diciembre de 2023.

Agroalimentario". Considerando ambos fideicomisos, la relación de afectación de recursos es del orden del 2,22 % y del 9,55 % (9,05% respecto al SUCIVE 2023) del total de ingresos municipales correspondientes al presupuesto 2025 o de la recaudación del SUCIVE del año 2024 respectivamente.

- Tampoco parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de *ingresos vehiculares* por debajo del nivel exigido por esta operación.
- El severo análisis de sensibilidad practicado por CARE, según su metodología, resultó satisfactorio.
- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IM, tanto la propia como la de origen nacional.

### **Respecto del entorno y el riesgo político:**

- La votación lograda en la Junta, la intervención del Tribunal de Cuentas, así como la creación de estructuras de supervisión de amplia base política, permiten contemplar satisfactoriamente los aspectos del riesgo político que podrían afectar la situación de los compromisos asumidos en esta operación. Por otra parte, otras fortalezas derivadas de la naturaleza misma de la estructura colaboran en este sentido. Esto es así aun en un escenario de cambios políticos en la administración municipal.
- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación, que no estén debidamente contemplados. En particular se destacan los compromisos contractuales para que la IM notifique eventuales nuevas cesiones de modo de poder contrastar todas las obligaciones con el rubro de retribuciones personales<sup>3</sup>.
- En tal sentido, la IM no ha comunicado nuevas operaciones financieras que afecten lo comprometido en este fideicomiso.
- La crisis sanitaria provocada por el Covid 19 a partir del primer semestre del año 2020, si bien afectó la recaudación de tributos cedida, no tuvo impacto en el desempeño del Fideicomiso. Superado este evento no se advierte, al menos en el corto plazo, una situación de crisis de una magnitud tal que no haya sido contemplada en el análisis de sensibilidad.

<sup>3</sup> Cláusula 28, Contrato de fideicomiso.

## 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 a ser emitidos por REPUBLICA AFISA (en adelante RAFISA) en su calidad de Administradora Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Fondo Capital I (en adelante FFFC I) por un monto total de hasta UI 940 millones que serían adquiridos por los beneficiarios lo que finalmente ocurrió por UI 900.8 millones. Los títulos que se califican se emiten con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos futuro que por concepto de cobro de tributos departamentales, comprendidos en el SUCIVE, es fideicomitado por la IM a RAFISA por hasta la suma necesaria para cubrir la cancelación de los títulos, los intereses comprometidos y todos los gastos inherentes a la implementación y administración de esta operación. Esta suma se integra a razón de hasta UI 18 millones bimensuales a partir del mes de enero siguiente a la fecha de emisión más los fondos necesarios para cubrir los gastos del fideicomiso.

RAFISA integra este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada; el eventual remanente a la extinción del fideicomiso será transferido a la IM.

Los tributos a fideicomitir por parte de la IM son los derechos de crédito presentes y futuros por concepto de recaudación del impuesto a los vehículos de transporte (numeral 6º del artículo 297 de la Constitución de la República), los recargos, multas y moras, así como las multas que pudieran corresponder a los propietarios, poseedores o conductores, a los que tiene o tenga derecho la IM (en adelante "*Ingresos Vehiculares*"). *Estos son los recursos cedidos al SUCIVE según Ley No. 18.860 del 28/12/11. La Cesión de Créditos incluye los pagos realizados bajo el contrato de Fideicomiso SUCIVE así como los eventuales contratos que se firmen en el futuro para la cobranza de los Ingresos Vehiculares de la IM hasta la concurrencia de todos los importes adeudados bajo el Contrato de Fideicomiso en los plazos y condiciones establecidos.*

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una firma 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<sup>4</sup>.

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>5</sup>.

<sup>4</sup> La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera.

<sup>5</sup> Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores nominativos, indivisibles y pertenecerán en una primera instancia al beneficiario (los inversores) y son emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se amortizan en un período de 15 años, en cuotas bimensuales una vez finalizado el periodo de integración o periodo de ejecución de obras fijado en 5 años, es decir, se comenzó a amortizar a partir del 4/2/2022 y culminará el 4/12/2036. La IM se reserva el derecho de realizar cancelaciones anticipadas dentro de cada año.

Los intereses se cancelaron mensualmente durante el período de integración y una vez culminado el mismo se están cancelando conjuntamente con la amortización en cuotas bimensuales hasta su cancelación total. La cuota bimensual conjunta de capital e intereses se estima en UI 16.3 millones lo que representa unas UI 97.7 millones anuales según se puede ver en el Cuadro 4.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 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 el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe acompañara como anexo al informe de calificación original.

## 2. Antecedentes generales

- La Intendencia Municipal de Montevideo (IM) ha decidido realizar diversas obras públicas en el Departamento por un total de, aproximadamente UI 940.000.000 según detalle que se describe en el Anexo A del Contrato de Fideicomiso.
- El Tribunal de Cuentas de la República (TCR) emitió informe con fecha 20 de enero de 2016 que en lo sustancial dice: *“se cumplió en todos sus términos el artículo 301.2 de la Constitución de la República”*. No obstante realiza también otras observaciones que, en cuanto eventuales riesgos jurídicos de la estructura, se analizan en el Anexo 1 de la calificación original.
- Por Decreto de la Junta Departamental de Montevideo N° 35.827 de fecha 1° de febrero de 2016, se aprobó la creación del Fondo Capital con destino a financiar obras públicas de movilidad urbana, y gestión y tratamiento de residuos sólidos de la ciudad de Montevideo. Dicho Fondo se financiará con los ingresos obtenidos por la Intendencia provenientes del SUCIVE, por los montos anuales necesarios para realizar el repago de un capital de hasta UI 940.000.000 (Unidades Indexadas novecientos cuarenta millones) más intereses y gastos de estructuración y administración del financiamiento; y eventualmente con otros recursos aportados por la Intendencia.

- El Intendente de Montevideo promulgó el Decreto 35.827 en fecha 4 de febrero de 2016 según Resolución No. 492/16. Este Decreto habilitó a la Intendencia a constituir un Fideicomiso mediante el aporte de activos del Fondo.
- La IM había adherido al Fideicomiso Financiero SUCIVE el día 4 de enero de 2012 siendo, desde esa fecha, la titular del 100 % de lo recaudado por el mismo en lo que refiere al Departamento de Montevideo.
- El 9 de junio de 2016 la Comisión de Seguimiento del SUCIVE, creada por el art. 3 de la Ley 18.860, otorgó el aval correspondiente a efectos de la cesión de derechos, por parte de la IM, en consonancia con el decreto departamental y previa ratificación del Congreso de Intendentes del 19 de mayo de los corrientes. Todo lo cual fue informado a RAFISA.
- En virtud de lo anterior, las partes (IM y RAFISA) constituyeron el fideicomiso que nos ocupa, mediante el cual la IM como administradora del Fondo Capital y en su calidad de fideicomitente, cede créditos del mismo para emitir Títulos de Deuda y se realicen obras en la ciudad de Montevideo.
- En cumplimiento de los fines del Fideicomiso, el Fiduciario es el encargado de contratar con los Proveedores que sean necesarios para llevar adelante las Obras. Para ello realiza los llamados a interesados que correspondan, siguiendo las recomendaciones y con la documentación y pliegos de condiciones elaborados por la IM. Asimismo, y en caso de ser necesario, se podrán contratar consultores externos, a efectos de asesorar en las mencionadas contrataciones o en los que fuere necesario respecto de las Obras. Todo este proceso viene siendo supervisado por el agente certificador. El Fiduciario está autorizado también para reembolsar a la Intendencia, todos aquellos gastos vinculados a Obras que hayan sido adelantados por la IM, o que sean abonados directamente por la Intendencia (por ejemplo, pagos por expropiaciones que deban ser realizadas para llevar adelante las Obras).
- Con fecha 21/12/2016 se firmó el Memorando de Acuerdo entre la IM y UNOPS por el cual esta última brinda asistencia técnica para los proyectos de infraestructura vial y física comprendidos en el marco de este fideicomiso. La implementación de la Asistencia Técnica se llevará a cabo a través de cinco módulos de trabajo:

Módulo 1: UNOPS como Agente Certificador de Obras

Módulo 2: Apoyo a Direcciones de Obra de la IM

Módulo 3: Asesoramiento y Revisión de Proyectos, Pliegos y Contratos

Módulo 4: Fortalecimiento de la Oficina de Gestión de Proyectos Estratégicos

Módulo 5: Gestión de Proyectos de UNOPS

- Con fecha 12/6/2019 se modificó el Memorando de Acuerdo entre la IM y la UNOPS (tal cual se había anunciado) con la finalidad de extender la asistencia técnica brindada por el organismo. Esta modificación fue aprobada por la IM en Resolución No 2626/19 de fecha 31/5/19. Ambos documentos figuran como anexo del Informe de UNOPS No. 10

- No vinculado directamente a esta operación en cuanto a sus objetivos pero sí en cuanto a los recursos afectados para el repago de las mismas, se constituyó con fecha 23/3/2018 el "Fideicomiso Financiero Fondo Agroalimentario" entre RAFISA y la IM por el que se emiten el equivalente de hasta UI 240 millones y que se encuentra en plena ejecución calificado por CARE también con grado inversor.
- Con fecha 10/6/2021, los firmantes del contrato de fideicomiso realizan una nueva modificación de contrato (la tercera) referida al inciso cuarto de la cláusula 12 del mismo, en la redacción dada según modificación efectuada el 26/6/2020. La misma refiere a la fecha tentativa de la última emisión para cancelar los remanentes de contratos de obra vigentes a ese momento.
- Con fecha 27/10/2021, se produce una nueva modificación de contrato referida al inciso cuarto de la cláusula 12 del mismo, en la redacción dada según modificación efectuada el 10/6/2021. La misma refiere una vez más a la fecha tentativa de la última emisión para cancelar los remanentes de contratos de obra vigentes a ese momento.
- El 6/12/2021 se realizó la última emisión por un monto de UI 256 millones, totalizando una cifra final acumulada de UI 900.8 millones todas ellas con un interés de 7 % efectivo anual sobre saldos. De esta forma culminó el periodo de emisiones y en febrero de 2022 comenzó la etapa de amortización según lo previsto hasta el año 2036.
- La UNOPS finalizó su contrato en diciembre de 2023 por lo que el informe No. 24 presentado en esa fecha y comentado en la última actualización fue el último. Del mismo se desprende que las obras han culminado casi en su totalidad sin que se registraran inconvenientes a destacar.

### **3. Hechos salientes del periodo**

- Más allá que aún se registran pagos por participación vinculados a las obras objeto de esta operación, los mismos son marginales ya que en términos generales se dan por concluidas.
- La recaudación real del SUCIVE correspondiente a la IM se situó en 2024 en el orden de las UI 1.367 millones, esto representa una caída de casi 5 % respecto al anterior; significativa, pero no afecta la conclusión de suficiencia como se analiza más adelante. Por otra parte, no es posible asumir que se trate de un cambio de tendencia.

### **4. Objeto de la calificación e información analizada.**

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

La información analizada en esta oportunidad incluye entre otros los siguientes documentos:

- Informe de calificación original y sucesivas actualizaciones
- Informe de calificación y actualizaciones del “Fideicomiso Financiero Fondo Agroalimentario”
- EE.CC de la Fiduciaria al 31/12/2024.
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2024
- Actualización de la recaudación del SUCIVE al mes de diciembre de 2024.

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán adquiridos por el o los beneficiarios, en oferta pública, en dos tramos según se detalla más adelante. 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 a los vehículos automotores. Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de Emisión:</b>	UI 900.813.745
<b>Interés:</b>	7 % efectivo anual.
<b>Plazo:</b>	Hasta 20 años a partir de la emisión. Este período se compone, en principio, de 5 años para la ejecución de obras e integración de los fondos emitidos y 15 años para su cancelación.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda serán cancelados en cuotas mensuales durante el período de integración y posteriormente en cuotas bimensuales conjuntamente con la amortización de capital.
<b>Amortización de capital:</b>	El capital comenzó a amortizarse luego de culminado el período de ejecución, en cuotas bimensuales por un período estimado en 15 años. La primera cuota venció (y se abonó) el 4/2/2022 y de ahí en más lo hará todos los meses pares, sin perjuicio de la facultad del Fideicomitente de solicitar el pago en forma anual en el mes de febrero, y en tal caso adelantándose y cancelándose los pagos del año corriente calendario.
<b>Activo fideicomitado:</b>	Flujo de Fondos por UI 18.000.000 bimensuales hasta alcanzar la suma necesaria para que el Fideicomiso cancele todas las obligaciones emergentes del Contrato. El flujo provendrá de los créditos presentes y futuros que la IM tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE por concepto de los pagos que por tributos, precios y otros ingresos departamentales efectúen sus contribuyentes y clientes, independientemente de quién sea en el futuro el fiduciario administrador del SUCIVE.

**Agente**

**certificador:** Oficina de las Naciones Unidas de Servicios Para Proyectos (UNOPS)

**Entidad**

**Representante:** Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA)

**Entidad**

**Registrante:** Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

**Calificación**

**de Riesgo:** A uy

**Análisis Jurídico**

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

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó al informe de calificación original como Anexo 1 por lo que se considera innecesario reiterar acá y sólo se reproduce, a título informativo, su conclusión final:

***“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 se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es casi inexistente; el tiempo transcurrido sin que se hayan verificado conflictos de ninguna especie así lo corrobora. *Riesgo casi nulo.*

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

## III. LA ADMINISTRACIÓN

### La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es Republica Administradora de Fondos de Inversion S.A. (Republica AFISA)

Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de Republica AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

REPUBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomiso financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17703 de octubre de 2003. Su único accionista es el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU).

Según EECC al cierre del año 2024 la firma alcanza un patrimonio contable de \$1.053 millones. Esto supone un nuevo incremento respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismo muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con periodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-24	31-Dec-23	31-Dec-22
<b>Activo</b>	<b>1.184.971</b>	<b>1.042.188</b>	<b>948.196</b>
Activo Corriente	185.025	154.257	134.716
Activo no Corriente	999.946	887.931	813.480
<b>Pasivo</b>	<b>131.997</b>	<b>107.225</b>	<b>94.486</b>
Pasivo Corriente	100.178	76.809	62.770
Pasivo no Corriente	31.818	30.416	31.716
<b>Patrimonio</b>	<b>1.052.974</b>	<b>934.963</b>	<b>853.709</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.184.971</b>	<b>1.042.188</b>	<b>948.196</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,85</b>	<b>2,01</b>	<b>2,15</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del ejercicio 2024 la firma sigue mostrando resultados positivos (y crecientes) tal como se muestra en el cuadro siguiente.

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

Concepto	31-Dec-24	31-Dec-23
Ingresos Operativos	501.792	428.372
Costo de los servicios	(220.973)	(189.919)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>280.818</b>	<b>238.453</b>
Gastos administrativos	(112.582)	(97.268)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>168.237</b>	<b>141.185</b>
Resultados financieros	18.827	(9.481)
<b>Resultados antes de IRAE</b>	<b>187.064</b>	<b>131.704</b>
IRAE	(29.174)	(30.349)
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>157.890</b>	<b>101.355</b>
Ajustes integrales	(364)	(5.970)
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>157.526</b>	<b>95.385</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En la oportunidad se presentan los resultados de los dos últimos ejercicios y no de los tres últimos como es habitual. Esto se debe a que la firma cambió la forma de presentación del estado de resultados por lo que se optó por presentar los resultados de los ejercicios que son comparables.. Esto es circunstancial

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

Al 31 de diciembre de 2024, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

## El Fideicomiso

El Fideicomiso se creó mediante contrato celebrado el 26 de setiembre de 2016 entre RAFISA (la Fiduciaria) y la Intendencia de Montevideo (IM). Según modificación de contrato de fecha 25 de noviembre de 2016 se fijó el monto de la cesión bimestral que la IM hará al mismo para cubrir la cancelación de los títulos, sus intereses y demás gastos, en UI 18 millones. Esto tendrá un tope de UI 2.160 millones. En consecuencia, el cronograma de fondos a percibir por parte del Fideicomiso desde el año 2017 hasta el año 2036 inclusive es de UI 108 millones anuales (pagaderos en seis cuotas bimensuales de UI 18 millones cada una).

Durante el periodo de gracia, ya culminado, las cesiones se realizaron en la medida de las necesidades del fideicomiso, pudiendo ser menos tal como ocurrió mientras solamente se pagaban intereses. La amortización de los títulos en los términos ya descritos, comenzó en febrero de 2022.

En diciembre de 2021 se completó la totalidad de la emisión que alcanzó un valor nominal de UI 900.813.745 (menor al tope autorizado de UI 940 millones) culminando así el periodo de inversión dando paso a partir del año 2022 al periodo de cancelación de los TD.

Durante el periodo de gracia, los intereses se pagaron mensualmente los días 5 de cada mes luego de la fecha de emisión; una vez vencido el mismo, los intereses se abonan conjuntamente con las amortizaciones de capital en forma bimensual hasta la cancelación total de los títulos.

Al cierre del año 2024, el estado de situación patrimonial del Fideicomiso, expuesto en forma resumida, mostraba lo siguiente:

<b>Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (millones \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
<b>Activo</b>	<b>5.982</b>	<b>6.043</b>	<b>6.835</b>
Activo Corriente	929	932	1.690
Activo no Corriente	5.052	5.111	5.145
<b>Pasivo</b>	<b>5.046</b>	<b>5.071</b>	<b>5.256</b>
Pasivo Corriente	332	302	456
Pasivo no Corriente	4.714	4.769	4.801
<b>Patrimonio</b>	<b>936</b>	<b>972</b>	<b>1.579</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>5.982</b>	<b>6.043</b>	<b>6.835</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,80</b>	<b>3,09</b>	<b>3,71</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Al cierre del último ejercicio el saldo de los TD's ascendía a UI 776.8 millones. Los pagos realizados en el último año fueron de UI 95 millones, de los cuales USD 40.6 millones correspondieron a amortización de títulos mientras que USD 54.4 millones fue por concepto de intereses.

Los gastos por participación certificados (pagos por obras en ejecución), ascendieron en el año a \$ 57.4 millones alcanzando un total acumulado de \$ 4.298 millones distribuidos entre las distintas obras. Puede decirse que las obras objeto de esta operación han culminado y se han abonado en forma razonablemente alineada con lo planificado; cabe recordar que este aspecto, entre otros, fue objeto de supervisión por el Agente Certificador.

El cronograma restante de pagos por cancelación de los títulos emitidos así como la cesión de tributos a recibir se visualiza en el Cuadro 4.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo de conflictos**, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior resulta muy poco probable. *Riesgo muy bajo.*

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

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

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. Como queda referido el fiduciario recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza de patentes de vehículos y demás ingresos vehiculares de la IM y 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 900.8 millones. Los mismos se están amortizando en cuotas bimensuales a partir de febrero de 2022 durante 15 años, venciendo en 2036. Durante los primeros 5 años, que fue el período de integración, solo se pagaron intereses en forma mensual. Para hacer frente a estos compromisos (repago de los títulos emitidos más los intereses correspondientes), el fideicomiso cuenta con la cesión de tributos provenientes del SUCIVE y corresponden a la IM.

El contrato previó como aspecto novedoso que fuera el propio fideicomiso el que llevara adelante el proceso de contratación de proveedores que ejecutan la obra prevista. Sin embargo fue la IM la encargada de confeccionar los pliegos que rigió dicho proceso así como seleccionar y contratar la figura del Agente Certificador encargada del contralor de todo lo actuado. Se trató en este caso de un organismo de Naciones Unidas lo que aseguraba transparencia e idoneidad (UNOPS) y sus informes periódicos fueron remitidos a CARE a sus efectos. Fue prevista, además, una Comisión Especial con amplia representación política con funciones de seguimiento (no consta que haya tenido necesidad de actuar). Todo el procedimiento está exhaustivamente descrito en el Contrato de Fideicomiso y fue objeto de especial atención en el análisis jurídico que practicó CARE con las conclusiones expuestas en el capítulo correspondiente.

### Análisis de Suficiencia

Está previsto que la IM ejerza la opción de pagar anticipadamente el importe anual (amortización e intereses) en el primer vencimiento, esto es en el mes de febrero. Importa entonces analizar la cifra que esto supone en relación a la cifra de tributos cedidos y la relación entre éstos y el total recaudado.

El cronograma de pagos que se expone a continuación surge del monto real emitido, aplicando la tasa efectivamente fijada en cada emisión (7 % efectivo anual sobre saldos) y con el porcentaje de amortización variable cada año según surge de la documentación correspondiente.

Por otro lado, con un desfase de aproximadamente dos años, la IM constituyó una operación similar a ésta en cuanto a su estructura financiera aunque por un monto sustancialmente menor (UI 240 millones) para cuyo repago comprometió la misma fuente de recursos, esto es, la recaudación del SUCIVE. Más allá que en el orden de prelación está primero este fideicomiso, corresponde un análisis conjunto. Esto es lo que se muestra en el cuadro siguiente.

**Cuadro 4: Cronograma tentativo de pagos máximo de ambos fideicomisos (miles de UI)**

año	Fondo Capital		Fondo Agroalimentario			
	capital	intereses	capital	intereses	total pagos	cesiones
2025	43.419	54.374	8.157	12.065	118.015	130.200
2026	46.482	51.335	8.647	11.576	118.040	130.200
2027	49.725	48.081	9.165	11.057	118.028	130.200
2028	53.238	44.600	9.715	10.507	118.060	130.200
2029	56.931	40.874	10.298	9.924	118.027	130.200
2030	60.895	36.888	10.916	9.306	118.005	130.200
2031	65.129	32.626	11.571	8.651	117.977	130.200
2032	69.723	28.067	12.265	7.957	118.012	130.200
2033	74.587	23.186	13.001	7.221	117.995	130.200
2034	79.812	17.965	13.781	6.441	117.999	130.200
2035	85.397	12.378	14.608	5.614	117.997	130.200
2036	91.433	6.400	15.484	4.738	118.055	130.200
2037			16.414	3.808	20.222	22.200
2038			17.399	2.824	20.223	22.200
2039			18.443	1.780	20.223	22.200
2040			19.549	673	20.222	22.200
<b>Totales</b>	<b>776.772</b>	<b>396.773</b>	<b>209.415</b>	<b>114.142</b>	<b>1.497.100</b>	<b>1.651.200</b>

Fuente: CARE en base a RAFISA

**NOTA:** las dos primeras columnas corresponden al Fideicomiso Fondo Capital y las siguientes al Fideicomiso Fondo Agroalimentario

Los pagos son bimensuales (en ambas operaciones); en el cuadro precedente se presenta el año 2025 por la totalidad pero en realidad, al momento de redactar este informe, los saldos son algo menores.

El cálculo de los intereses se hizo en forma anual sin considerar las amortizaciones que se van haciendo a lo largo de cada año por lo que están sobreestimados. Aun así, los montos comprometidos por la IM (última columna, sumadas ambas cesiones) son suficientes para afrontar estos pagos.

Se reitera que la opción de pago anticipada es perfectamente posible en virtud de la distribución de la recaudación del SUCIVE a lo largo del año (ver Cuadro 7).

Habiendo comprobado la suficiencia de los tributos cedidos, interesa conocer cuánto representan estos compromisos respecto al total de la recaudación por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE) y aún respecto a la totalidad de sus recursos.

En tal sentido, a continuación se expone en el cuadro siguiente, en forma resumida, las principales partidas del presupuesto de la IM para el periodo 2021 – 2025 expresadas en millones de UI.

**Cuadro 5: Presupuesto 2021 - 2025 a valores de diciembre 2020 (millones UI)**

Concepto	2021	2022	2023	2024	2025
INGRESOS	5.500	5.811	5.726	5.752	5.843
Recursos propios	4.795	4.929	5.050	5.075	5.117
Aportes Gobierno Central	503	519	517	514	514
Total recursos	5.297	5.448	5.566	5.589	5.631
Financiamiento externo	202	363	160	163	212
Egresos	5.102	5.232	5.244	5.248	5.277
Gastos de Funcionamiento	1.942	2.023	2.023	2.023	2.023
Retribuciones personales	2.434	2.467	2.480	2.484	2.513
Inversiones con fondos propios	585	601	601	601	601
Junta Departamental	140	140	140	140	140
Resultados antes amortizaciones fin. 398	579	482	504	566	
Amortizaciones financieras largo plazo (1)	180	181	174	177	180
Inversiones con financiamiento externo	202	363	160	163	212
Resultado final	15	34	149	163	173

Nota: la conversión a UI se hizo según cotización al 31/12/2020: 4,7846

Fuente: Sitio web de la IMM

Por otra parte, la recaudación real del SUCIVE correspondiente a la IM se situó en 2024 en el orden de las UI 1.367 millones, esto representa una caída de casi 5 % respecto al anterior; significativa pero no afecta la conclusión de suficiencia y, además, no es posible asumir que se trate de un cambio de tendencia.

**Cuadro 6: Recaudación SUCIVE (millones UI)**

Año	Monto	Variación
2024	1.367	-4,94%
2023	1.438	2,28%
2022	1.406	2,63%
2021	1.370	9,16%
2020	1.255	-5,99%
2019	1.335	1,75%
2018	1.312	6,23%
2017	1.235	11,36%
2016	1.109	9,48%
2015	1.013	19,32%
2014	849	14,88%
2013	739	

Fuente: RAFISA

En términos anuales, el compromiso de tributos a fideicomitir (sumadas ambas operaciones) es de UI 130.2 millones anuales. Esto representa 2,22 % de los recursos presupuestales totales de la IM para el año 2025 y 9,5 % de la recaudación del SUCIVE del 2024 (9.05 % respecto a 2023) (Ver Cuadros 5 y 6). Queda claro que una caída de la recaudación del tributo cedido, en niveles relativamente importante, apenas incide en la porción que se compromete.

Interesa no obstante, analizar la cadencia en que habrá de producirse la cesión de tributos. Está previsto que la remuneración de los títulos se haga en cuotas bimensuales pero la IM se reserva el derecho de anticipar, dentro de cada año, el pago total en el primer vencimiento, esto es, en el mes de febrero. Esto responde a que, si bien la recaudación de los tributos vehiculares se

distribuye de la misma forma que el pago propuesto (en forma bimensual) la misma no es proporcional sino que tiene una alta concentración en la primera cuota anual (enero) por el incentivo que representa el descuento ofrecido por cancelación de la patente anual en esa fecha. Al respecto la IM informaba en el Prospecto de esta operación que, históricamente, en enero se concentra alrededor del 50 % de la recaudación total mientras que para las 5 restantes cuotas (meses impares) la recaudación oscilaba entre 6 % y 7% en cada cuota completándose el resto de la recaudación en los meses sin vencimiento (pares) a razón de 2 % a 5 %.

CARE verifica que esta estructura se mantenga esencialmente vigente a partir de la recaudación del SUCIVE cada año, el último de los cuales (año completo) corresponde al año 2023 inclusive.

Del cuadro siguiente se desprende que, efectivamente, la distribución de la recaudación se mantiene básicamente en los términos informados en el Prospecto.

Cuadro 7: Recaudación Sucive 2024 (millones UI)		
mes	2024	%
enero	702	51%
febrero	36	3%
marzo	90	7%
abril	34	2%
mayo	89	7%
junio	38	3%
julio	91	7%
agosto	35	3%
setiembre	87	6%
octubre	37	3%
noviembre	85	6%
diciembre	43	3%
Total	1.367	100%

Fuente: RAFISA

Puede comprobarse, también, que el compromiso de ceder al fideicomiso UI 18 millones bimensualmente es perfectamente alcanzable; es más, si la IM optara por anticipar los pagos de todo el año al primer vencimiento (bimestre enero/ febrero) se observa que también sería posible.

En la anterior actualización se anticipaba lo que finalmente ocurrió, es decir, una caída relativamente importante de la recaudación que, como se ha dicho, no cambia la conclusión de este análisis de suficiencia.

## Otras cesiones

Según cláusula 28 literal a. del contrato de fideicomiso, la IM declara y garantiza que *“A la fecha no existen cesiones de créditos anteriores de los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE”*.

Además, de contraer otras obligaciones de esta naturaleza, se compromete a informar a CARE, lo que al momento de redactar este informe no ha ocurrido.

## Sensibilización

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

A modo de sensibilización, se estableció la eventualidad de un escenario de crisis económica que implique una caída importante de la recaudación. En tal sentido, la información que obra en poder de CARE proporcionada por OPP, establece que en la crisis del 2001/2003 cayeron mucho más los ingresos de las intendencias en general, provenientes de fuentes locales, que las provenientes de origen nacional. En Montevideo el comportamiento fue diferente y parece lógico en tanto Montevideo se aparta sensiblemente del resto de las intendencias en cuanto a la estructura de sus recursos. Mientras que para el conjunto de las intendencias del interior, los recursos propios representan, en promedio, el 67 % en Montevideo representa aproximadamente, de acuerdo a lo que se puede observar en el Cuadro 5, alrededor del 85 %. Cabe recordar que en ese entonces, el PIB cayó en volumen físico en el 2001 y 2002 un 11,83 %. Por su parte la recaudación total de la IM cayó el 12,8 % real en un solo año (2002) y la propia un 10,6 %.

Más recientemente se produjo la crisis sanitaria que provocó una caída en la recaudación de los tributos recaudados por el SUCIVE de casi 6 % en el año 2020 (Cuadro 6). Superada la crisis sanitaria, nada hace suponer otra crisis de esa magnitud.

No obstante, se simuló el efecto que podría tener una caída de recaudación del 10 %, (en pandemia cayó 6%) El resultado, que demuestra que no hay riesgo de atender como mínimo las retribuciones personales<sup>6</sup> (Rubro 0), se expone en el cuadro siguiente.

**Cuadro 8: Sensibilidad, Ingresos abatidos en 10 %**

Concepto (año 2025)	millones UI
Recursos totales abatidos (10 %)	5.259
Tributos cedidos	130
<b>Recursos disponibles</b>	<b>5.129</b>
Retribuciones personales	2.513
<b>Excedente</b>	<b>2.616</b>

Fuente: CARE en base presupuesto IM

Las cifras utilizadas corresponden a las establecidas en el presupuesto quinquenal (2021 – 2025) y en particular las correspondientes al año 2025.

Como tributos cedidos se incluyen los UI 130.2 millones correspondientes a los dos fideicomisos.

Puede comprobarse que en un escenario como el descrito los recursos de la IM serían más que suficientes para hacer frente a las obligaciones emergentes de este fideicomiso y del anterior sin que corra ningún riesgo el atender, además, los rubros personales y disponer aún de un excedente importante para atender otros gastos de funcionamiento. Por otra parte, cabe recordar que en 2020 (caída de la recaudación del SUCIVE en 6 %) no fue óbice para que la IM cumpliera con su obligación con los fideicomisos y desde entonces

<sup>6</sup>. Condición mínima para merecer grado inversor

la recaudación se recuperó notoriamente. Tampoco supuso un inconveniente la mencionada caída de recaudación producida en el pasado año 2024.

### **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 muy bajo.*

**Riesgo por descalce de monedas.** En este caso este riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación (UI) y la recaudación municipal se realiza en pesos que se puede suponer confortablemente que también se ajustarán según la inflación por el período de amortización del título que se emite. *Riesgo casi nulo.*

## V. EL ENTORNO

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

### Riesgos considerados

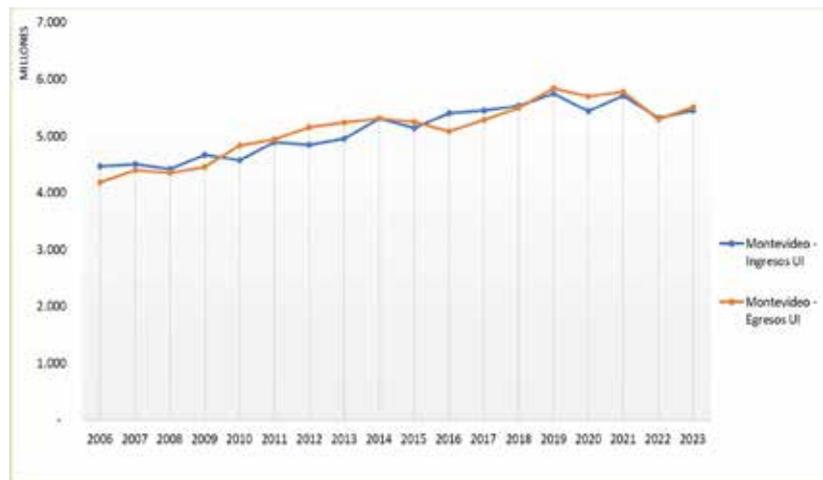
En consecuencia no corresponde el análisis del llamado riesgo mercado, como no existe en consecuencia tampoco un análisis del llamado riesgo de políticas públicas sectoriales referidas a ese mercado.

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

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

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IM con anuencia de la Junta Departamental por 21 votos en 25, 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.

Con respecto a los temas presupuestarios, el comportamiento de la administración actual no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por otra parte la conducta presupuestal histórica de la IM, no se ha caracterizado por ningún desorden manifiesto, tal como se aprecia en la gráfica siguiente.



En el gráfico precedente puede observarse el mantenimiento de un razonable equilibrio presupuestal.

Y aunque las transferencias desde el gobierno central, para el caso de esta intendencia son diferentes en proporción y relevancia a las de las intendencias del interior, tampoco a nivel nacional se pueden prever conductas presupuestales sin atención al equilibrio interno<sup>7</sup>.

Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento derivados de descuido de los equilibrios necesarios, menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación del SUCIVE se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Asimismo, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias, aún en hipótesis extremas, no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intendencias. Cabe agregar que el país contaba al 26/03/2025, con un índice UBI<sup>8</sup> de 87 puntos, 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.

<sup>7</sup> CARE dispone de estimaciones de correlaciones de media a altas entre evolución del PBI y la recaudación municipal en períodos largos, que no alteran las conclusiones del análisis.

<sup>8</sup> El UBI - Uruguay Bond Index. Fue desarrollado en el marco del trabajo Spread Soberano: evidencia empírica del caso uruguayo (Diciembre 2001) [1] donde se investigaron los determinantes del riesgo país de Uruguay.

### CUADRO 9: Expctativas y metas macroeconómicas

Uruguay	2024	2025	2026
PIB: Variación Real (Mediana) (1)	3,10%	2,50%	2,40%
Inflación (Mediana) (1)	5,70%	5,80%	6,00%
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) (2)	-3,10%	-2,90%	-2,50%
Deuda Neta (como % PIB) (2)	54,80%	55,00%	55,00%
Riesgo País (4)	77,8	87	
Mundo (3) "Perspectivas de la economía mundial"	2024	2025	2026
Mundo (variación PBI)	3,20%	3,30%	3,30%
USA	2,80%	2,70%	2,10%
Alemania	-0,20%	0,30%	1,10%
Japón	-0,20%	1,10%	0,80%
China	4,80%	4,60%	4,50%
India	6,50%	6,50%	6,50%
Brasil	3,70%	2,20%	2,20%
México	1,80%	1,40%	2,00%

(1) BCU Expectativas Económicas (febrero 2025)

(2) MEF-Exposición de Motivos RC 2023

(3) FMI, actualización a enero 2025

(4) 2024 valor promedio

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé por ahora; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal, muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad (que recoge lo sucedido en la recesión de 2001 y 2002); una merma de igual magnitud en la cobranza del SUCIVE; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación A uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.<sup>9</sup>*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>7</sup>. CATEGORÍA AA (90 a 94.9 puntos)  
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.**