

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

Montevideo, setiembre de 2025

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 II”
17 - setiembre - 2025**

Plazo del Fideicomiso:	18 años luego del plazo de gracia, por lo que se prevé culmine el segundo día hábil de mayo de 2036
Emisión:	Títulos de deuda escriturales de oferta pública por un monto equivalente a UI 187 millones
Activos Fideicomitados:	Derechos de crédito transferidos por GRINOR derivados de la cesión de créditos futuros de la IC por el equivalente en UI de \$ 600 millones.
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management AFISA
Fideicomitente:	GRINOR S.A.
Asesor Legal:	Ferrere Abogados
Asesor Financiero:	CPA Ferrere
Amortización de Capital:	18 cuotas anuales en UI a partir del vencimiento del período de gracia (segundo día hábil de mayo de 2019)
Pago de intereses:	junto con el capital en 18 cuotas anuales en UI, iguales y consecutivas a partir de la finalización del período de gracia.
Tasa:	Se fijó en 6,95 % efectivo anual.
Plazo de gracia:	Desde la integración hasta la 1er. fecha de pago establecida para el segundo día hábil de mayo de 2019 período en que no se pagaron ni capital ni intereses los que se capitalizaron.
Fecha de suscripción:	22 y 23 de diciembre de 2016.
Asesor jurídico calificación:	Dr. Leandro Rama
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	EF Asset Management AFISA
Administración y pago:	EF Asset Management
Calificación:	A+.uy
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2026 ¹
Comité de Calificación:	Martín Durán y Julio Preve
Manual utilizado:	Manual de Calificaciones de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

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 II" con 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 continuar con la ejecución de diversas obras en la Ciudad de la Costa.

A tales efectos la IC celebró un Contrato de Cesión de Créditos provenientes de la cobranza futura descentralizada de tributos departamentales a favor de GRINOR S.A. que a su vez los cedió al "Fideicomiso Financiero GRINOR Ciudad de la Costa II" creado a tal fin.

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. cedió al FF un flujo de fondos futuro por hasta el equivalente en UI de \$ 600.000.000 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 ha culminado las emisiones de títulos de deuda de oferta pública en los términos y condiciones establecidos en el contrato por un monto algo menor al máximo previsto UI 187.000.000. Asimismo, emitió Certificados de Participación (C.P.) por UI 10.000 de oferta privada y que no se califican.

El plazo para su cancelación es de 18 años a partir del primer pago fijado para el segundo día hábil del mes de mayo de 2019, es decir, se cancelan en mayo de 2036. El interés a pagar a los tenedores de los títulos fue determinado por el Fiduciario previo a la suscripción. En ocasión del informe original se tomó como referencia una tasa de 6,75 % efectiva anual en UI pagaderos anualmente a partir de mayo de 2019. Una vez producidas las emisiones (las obras culminaron en enero de 2018) se fijó en 6,95 % lo que en los flujos no incide en forma relevante.

Respecto de los títulos de deuda cabe reiterar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avaló el informe jurídico realizado por el Asesor Legal de CARE Dr. Leandro Rama en ocasión de la calificación original.
- Una garantía adecuada establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente.
- La emisión de los títulos contra obra ejecutada.
- La liquidez adecuada del papel en función de su naturaleza sin perjuicio de las características del mercado de valores uruguayo.

Respecto de los flujos proyectados:

- Actualmente la IC tiene cedida toda la cobranza descentralizada incluyendo todos los tributos vehiculares a varios fideicomisos por lo que, respetando el orden de prelación, el fiduciario retiene lo necesario para cumplir con las obligaciones de los mismos antes de volcar el remanente a la IC.
- No configura un escenario probable una caída de la recaudación descentralizada que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas, tal como se comprueba en el análisis de suficiencia realizado por CARE.
- Las obligaciones emergentes de este y otros fideicomisos que se encuentran operativos, afectan aproximadamente el 16 % de los ingresos totales de la IC y 22 % de la cobranza descentralizada (última referencia, año 2024) en el año de mayor cesión, que siempre es el próximo (2026). En ninguna de las hipótesis de análisis se compromete la cobertura del Rubro 0.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Este instrumento de financiación contó con el apoyo requerido por parte de la Junta Departamental por lo que una vez aprobado el mismo y habiendo generado los compromisos 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. Esto es así aun en un escenario de rotación normal en la administración municipal.
- Por otra parte, opera como antecedente favorable, en el sentido expresado en el párrafo anterior, el correcto desempeño de una operación previa análoga a ésta "Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa I" tanto en la ejecución de las obras encomendadas, así como, en el cumplimiento de sus obligaciones posteriores, hasta la fecha. Lo mismo viene ocurriendo con el desempeño de esta operación.
- Superada la crisis provocada por el Covid 19, no se prevé una nueva caída de la misma de 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. Los datos parciales disponibles para el corriente año 2025 sugieren que dicha tendencia habrá de mantenerse.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar 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 190.000.000 (ciento noventa millones de Unidades Indexadas). Esta cifra surge del prospecto informativo presentado al BCU y representa el monto máximo estimado para financiar una serie de obras en la Ciudad de la Costa según ampliación del Plan de Obras adjudicado por la IC en Licitación Pública Internacional No. 101/14. Los títulos se emitieron con el respaldo de los componentes del presente Fideicomiso Financiero contra presentación de certificados de obra aprobados por la IC por UI 187 millones.

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 \$ 600.000.000 (Pesos Uruguayos seiscientos millones) 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 estimada, para el cálculo de ese informe, del 6,75% efectivo anual en UI a partir de la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada. La tasa de financiación de los certificados, se especificó, sería la misma que se fijara como remuneración de los títulos a emitirse.

Hecha la simulación del escenario más probable en que se ejecutaría la obra mediante la fórmula de financiamiento establecida en el contrato respectivo, arrojó como resultado que la IC debería ceder tributos por hasta UI 321.284.341 en 18 cuotas anuales de UI 17.849.130 entre abril de 2019 y abril de 2036. Para este cálculo, como se ha referido, se usó una tasa de 6,75 %; el monto alcanzado incluye 1,7 % para cubrir costos del fideicomiso. Cabe mencionar que en la Resolución de la Junta Departamental de Canelones del 29/3/16 se estableció que dicha tasa no podría superar en ningún caso el tope de 7.5 % y que, en la resolución de la Intendencia en la que se dispone la ampliación de las obras y su financiamiento, se establece que dicha tasa no superará el 6.96 %.(Resolución No. 16/05335).

En definitiva, la tasa fijada en todas y cada una de las emisiones, fue de 6,95 % efectiva anual que, aunque ligeramente mayor a la utilizada en los cálculos originales, se encuadra dentro de lo autorizado y su incidencia en los flujos no es relevante.

De acuerdo a lo anterior, la cuota para los créditos fideicomitados se fijó en UI 19.992.225 anuales mientras que la cuota para cancelar los títulos con los intereses correspondientes se fijó en UI 18.992.481 anuales. Se están abonando desde mayo de 2019 y hasta mayo de 2036, es decir, 18 cuotas anuales.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio².

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde³.

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, en ocasión de la calificación original, con el asesoramiento legal del Dr. Leandro Rama, cuyo informe integrara la misma como Anexo 1.

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 realizará 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 certificarían 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 podría optar por aplicar el Pago Financiado o el Pago Contado por Avance de Obra por los montos que entienda conveniente en cada oportunidad. En los hechos todo el contrato se ejecutó según la modalidad de pago financiado.

². La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera o una recomendación de inversión.

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

- El financiamiento se realizó a través de un vehículo financiero, un fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa I" (el "Primer Fideicomiso"). En ese sentido, primeramente, la Intendencia cedió a Grinor derechos de crédito de Cobranza Descentralizada los cuales se irían generando contra avances de obras certificadas por la Intendencia, a través de Certificados Mensuales de Obra Ejecutada. Luego, Grinor cedió dichos créditos al Fideicomiso I a los efectos de cumplir con el mencionado financiamiento.
- El denominado "Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa I" se constituyó mediante contrato firmado el 23/10/14 entre Grinor (Fideicomitente) y EFAM (Fiduciaria) y fue calificado por CARE, al igual que las sucesivas actualizaciones en los meses de abril y noviembre de cada año desde esa fecha. Desde el comienzo recibió calificación de grado inversor y su desempeño hasta el presente ha sido inobjetable, habiendo concluido las obras previstas en el mes de abril de 2016, casi un año antes de lo previsto. De hecho, esa circunstancia es lo que motiva esta segunda operación. La oferta por suscripción de valores fue por UI 240 millones y su calificación hoy alcanza el grado inversor con nota de A+
- En esta oportunidad la modalidad es exactamente la misma. En primer lugar la IC procedió a ampliar el Contrato de Arrendamiento de Obra según términos del Artículo 74 del TOCAF. Dicho artículo prevé una ampliación de hasta 100 % del contrato originalmente adjudicado según los mismos términos. En este caso la ampliación se estima en 58 %.
- Esto es posible ya que actualmente, la IC percibe la cobranza descentralizada a través de Fideicomiso Financiero de Tributos Departamentales para la Construcción de Pavimento y Drenajes Pluviales en la Ciudad de la Costa cuyo fiduciario es República Administradora de Fondos de Inversión S.A ("República AFISA"). República AFISA abrió una cuenta (la "Cuenta") en el Banco de la República Oriental del Uruguay ("BROU") y le ha encargado la gestión de la misma, instruyéndole los débitos a efectuar conforme las cesiones y afectaciones efectuadas por la Intendencia de su Cobranza Descentralizada así como la transferencia del remanente. En la Cuenta corresponde que se acredite la Cobranza Descentralizada proveniente de Nummi S.A, Administración Nacional de Correo, Abitab S.A. y el Fideicomiso SUCIVE (los "Agentes de Recaudación").
- En consecuencia, la IC firmó con Grinor SA la Ampliación de Contrato de Arrendamiento de Obra en los mismos términos que el anterior por un monto aproximado del 58 % lo que representa unos \$ 600 millones. En este caso el pago será, en todos los casos, financiado según fórmula preestablecida.
- Como forma de garantizar dichos pagos, la IC suscribió con Grinor SA un Contrato de Cesión de Créditos (de la cobranza descentralizada) en UI por el equivalente a \$ 600 millones; este monto incluye el 1,7% del importe de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada por concepto de gastos de la estructuración. Los montos en pesos serán convertidos a UI a la cotización vigente a la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada, más los intereses a la tasa en UI en que se emitan por oferta pública los Títulos de Deuda del Fideicomiso a partir de la fecha de cada Certificado Mensual de Obra Ejecutada (los "Créditos Cedidos"), pagadero de acuerdo a los términos establecidos en el mismo contrato.

- En paralelo, Grinor constituyó con EFAM, un nuevo fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa II" (el "Fideicomiso") con los créditos cedidos en el citado Contrato de Cesión a los efectos de obtener financiación para desarrollar las obras objeto de la ampliación del Contrato de Arrendamiento de Obra. La emisión, se estimó, sería por UI 190 millones que se amortizarán en 18 cuotas iguales y consecutivas a partir de mayo de 2019 con un interés que se fijaría al momento de la suscripción pero, se estimó, no sería mayor al 6,95 %, el mismo que regirá para el financiamiento de los certificados mensuales de obra. "La integración se hará simultáneamente con la emisión al momento de la presentación de cada certificado mensual de avance de obra." (ver Prospecto). Este extremo se ha verificado ya que las obras y consecuentemente las emisiones han culminado con fecha 31/01/2018.
- La cesión de créditos de la cobranza descentralizada tendrá 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 acuerdan notificar a los Agentes de Recaudación de la cesión de créditos.
- En el presupuesto quinquenal por el periodo 2021 a 2025, se constata una partida anual destinada a amortización de pasivos que luce suficiente para atender los compromisos emergentes de los fideicomisos acá mencionados.
- 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"....

2.1 Otros compromisos de la IC⁴

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)

⁴. La IC no ha informado a CARE de otras cesiones de tributos que las que acá se mencionan.

- 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 año 2025 ya parcialmente cancelado. Más adelante, en la sección correspondiente se analiza la incidencia de todas ellas en las finanzas de IC.

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
2025	7.800	16.200					32.100		24.075	9.966	90.141
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	128.700	45.900	247.000	230.747	219.912	91.953	759.700	432.250	480.245	230.690	2.843.233

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

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.

El último de los fideicomisos mencionados fue incluido en el cuadro precedente (columna Adm 2023) en base al cuadro de cesiones que enviara RAFISA convertido a UI por CARE.

3. 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, plazo, gracia, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada en esta actualización 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" y del "Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa I" así como la calificación original de este mismo Fideicomiso.
- Actualización de la cobranza descentralizada de la IC a diciembre de 2024.
- Recaudación del SUCIVE a julio de 2025.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025.
- EE CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.

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

4. Hechos Salientes del Periodo

- La actualización de la recaudación del SUCIVE a julio 2025 confirma la tendencia creciente de la misma. Esta representa históricamente más del 50 % del total de la cobranza descentralizada por lo que se puede inferir confortablemente que dicha tendencia se mantendrá en el total anual.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario y adquiridos por el o los beneficiarios financieros. Los bienes fideicomitidos 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. También se emitieron Certificados de Participación escriturales, en régimen de oferta privada, por UI 10.000 que no se califican.

1. Descripción General

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

Títulos :	Títulos representativos de deuda escriturales
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
Monto de la Emisión:	UI 187.000.000; la suscripción se produjo entre el 22 y el 23 de diciembre de 2016.
Interés:	Se fijó en 6,95 % efectivo anual
Plazo:	Hasta la liquidación del Fideicomiso 30 años
Plazo de gracia:	Hasta la fecha del primer pago fijado para el segundo día hábil del mes de mayo de 2019.
Pago de intereses:	Junto con la amortización de capital en 18 cuotas anuales, iguales y consecutivas a partir de mayo de 2019 y hasta mayo de 2036, en ambos casos, el segundo día hábil del mes.
Amortización del capital:	Idem pago de intereses
Garantía:	Los bienes fideicomitidos
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).
Fiduciaria y Registrante:	EF Asset Management
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 de calificación original como Anexo 1.

Del mismo se transcribe la conclusión final:

“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos estructurales en el proceso de emisión proyectado.”

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago 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 muy poco probable. Avala esta conclusión, además, una operación anterior análoga a ésta sin que se registrara conflicto alguno en su estructura jurídica. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión de los beneficiarios constituye un atributo favorable intrínseco 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

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 inscripta 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 inscripta 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 inscripta 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 es GRINOR S.A, adjudicataria de la Licitación Pública Internacional No. 101/14 mediante Resolución Administrativa N° 14/06406 de 25/9/2014 y posterior ampliación. Por el diseño de esta operación es quien recibe la cesión de la cobranza descentralizada futura de tributos departamentales los que, a su vez, son cedidos a este fideicomiso. Para ello, GRINOR S.A firmó con la Fiduciaria el Contrato de Fideicomiso y con la IC Contrato de Arrendamiento de Obra y Contrato de Cesión de Créditos. Ambos, forman parte del Prospecto. El procedimiento es totalmente análogo a una operación anterior.

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. Por otra parte y dado que las obras objeto de este fideicomiso culminaron, su seguimiento desde el punto de vista de su capacidad constructiva, carece de sentido al desaparecer dicho riesgo.

c) El Fideicomiso

El 16 de setiembre de 2016 se celebró el contrato de fideicomiso entre EFAM (fiduciaria) y Grinor SA (fideicomitente) dando comienzo formal al mismo.

La suscripción de valores se realizó entre el 22 y 23 de diciembre de 2016 y alcanzó la suma ofertada de UI 190 millones.

Las obras y por lo tanto las emisiones culminaron en enero de 2018 habiendo alcanzado una cifra de UI 187 millones, fijándose una tasa de 6,95 % efectivo anual en todas ellas, lo que está dentro del rango admitido para esta operación.

Una vez culminada esta etapa se establecieron los montos de las cuotas anuales, tanto de los créditos fideicomitados como de las amortizaciones e intereses que cancelará la emisión.

- Créditos fideicomitados: 18 cuotas de UI 19.992.225 cada una
- Pago por Títulos de Deuda: 18 cuotas de UI 18.992.481 cada una

Las cuotas son anuales y comenzaron a desembolsarse a partir del 3/05/2019 y se cancelarán el 3/05/2036. De acuerdo a dichas cifras, está previsto se genere un sobrante de UI 999.744 por año, suficiente para hacer frente a los gastos de administración del Fideicomiso, de no ser así, el Fideicomiso cuenta con un fondo de reserva a esos efectos.

A continuación se muestra en el siguiente cuadro el estado de situación resumido del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2025 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación del fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dic-24	31-Dic-23
Activo	970.271	1.026.008	1.027.978
Activo Corriente	133.882	125.885	120.091
Activo no Corriente	836.389	900.123	907.887
Pasivo	949.810	1.007.614	1.010.495
Pasivo Corriente	121.388	117.998	112.351
Pasivo no Corriente	828.422	889.615	898.144
Patrimonio	20.461	18.394	17.482
Pasivo y Patrimonio	970.271	1.026.008	1.027.977
Razón Corriente	1,10	1,07	1,07

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Como queda dicho, las cuotas de amortización e intereses son anuales con vencimiento en el mes de mayo. La cuota correspondiente al corriente año 2025 se canceló en tiempo y forma por lo que el Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones restando 12 cuotas para su cancelación.

Riesgos considerados:

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, así como los antecedentes, este riesgo se considera casi inexistente tanto por la fiduciaria como la empresa constructora que, por otra parte ya ha culminado las obras objeto de esta operación. *Riesgo casi nulo.*

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza cedida por la IC a GRINOR y que éste cedió al fideicomiso. Como queda referido el Fideicomiso 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 187 millones y se hizo a través de un cronograma de integración pari pasu con los Certificados Mensuales de Obra Ejecutada presentados por GRINOR y aprobados por la IC.

En la suscripción inicial de la emisión se determinó el monto y porcentaje de participación de cada Titular, así como la tasa de interés. Esto determinó la participación de cada Titular en cada una de las integraciones, las cuales fueron a prorrata de la suscripción inicial del monto total de la Emisión.

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, en consecuencia, al ampliar dicho contrato en los términos del Art. 74 del TOCAF, rigen para esta operación, las mismas condiciones que entonces.

Dado el diseño del flujo, fue necesario simular un escenario de ejecución de obras a efectos de determinar el monto total que habrá de ceder la IC a GRINOR como garantía de pago y que GRINOR a su vez cede a este fideicomiso. Esa simulación, realizada por la empresa constructora con el asesoramiento de la fiduciaria y con la anuencia de la IC expresada en los contratos que firmara con la empresa adjudicataria de la licitación, determinó no solo el monto de tributos a ceder por parte de la IC sino que determinó el monto de la emisión de títulos y su cronograma de integración. Los montos definitivos fueron fijados una vez completado el proceso de emisión según se da cuenta en la sección anterior de este informe.

Relación de los compromisos asumidos por la IC y su presupuesto

A continuación se establece la relación entre las retenciones totales (incluida esta) con la totalidad de ingresos presupuestada y con la información de la cobranza descentralizada suministrada por la IC, todo expresado en miles de UI.

Para ello, se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal vigente y que rige por el periodo 2021 a 2025. En el cuadro siguiente se exponen en forma resumida los principales rubros del presupuesto por el periodo mencionado. Los montos fueron expresados en moneda nacional a valores de 2021 que CARE convirtió a UI para facilitar este análisis según cotización de la misma al 30/6/2021.

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

Concepto	2021	2022	2023	2024	2025
Total Ingresos	1.668	1.758	1.817	1.852	1.881
Origen Departamental	1.294	1.381	1.409	1.437	1.466
Origen Nacional	374	377	408	415	415
Total Egresos	1.668	1.758	1.817	1.852	1.881
Rubro 0	815	815	815	815	815
Egresos Corrientes	650	722	772	778	777
Amortización de deudas	190	218	214	209	265
Saldo para financiar obras	13	3	17	49	24
Saldo	-	-	-	-	-

Fuente: Presupuesto quinquenal IMC;

Conversión a UI según cotización al 30/6/2021 \$ 4,9678 (CARE)

NOTA: no incluye los denominados Nuevos Ingresos para Financiar OBRAS ni como ingresos ni como egresos (Fondo DESCA) por tener destino específico y efecto neutro en el presupuesto

Tampoco incluye la partida de \$ 265 millones anuales correspondiente a la Junta Departamental

En cuanto a la cobranza descentralizada, que es lo fideicomitado, la IC brinda regularmente información de su evolución histórica que se expone en el cuadro siguiente. En este caso, se contó con la información referida hasta el año 2024 inclusive así como información parcial del año 2025. En el cuadro siguiente se incluye la evolución de esta recaudación en UI según años completos.

Cuadro 6: cobranza descentralizada

año	miles de UI	variación
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%
2023	1.290.931	26,44%
2024	1.337.698	3,62%

Fuente: IC

Nota: conversión UI estimada por CARE

Para el año 2024, la conversión a UI fue estimada por CARE tomando como referencia la cotización al 30/6/2024 (\$ 6,0574); se trata de un criterio conservador ya que, como es sabido, la recaudación no es uniforme teniendo mayor peso la que se realiza en los primeros meses del año. En particular la correspondiente al SUCIVE que en 2024, lo recaudado en el mes de enero, representó casi un 46% del total recaudado por este concepto (RAFISA), por otra parte, según la IC la recaudación del SUCIVE para el año 2024, representó el 53% del total de la recaudación descentralizada. De acuerdo a la información disponible a julio de 2025 por concepto de SUCIVE, se ratifica la tendencia creciente mencionada; dado el peso relativo de este concepto en el total recaudado (más de 50%) se asume confortablemente que la tendencia creciente también se mantendrá a nivel global

Puede observarse en la serie analizada que la recaudación descentralizada ha sido creciente en términos de UI a excepción del año 2020 que registró una caída de casi 10 %, tal cual cabía esperar dada la crisis provocada por la pandemia. En el año 2021 se constata una recuperación a niveles similares de pre pandemia lo que es ratificado en los años subsiguientes⁵.

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 por UI 297.4 millones; dicha cifra representa algo más de 22 % de la cobranza descentralizada de 2024 (Cuadro 6) y algo menos de 16 % de los ingresos totales previstos para el año 2026 (Cuadro 5). 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 0⁶.

En tal sentido, se elaboró el cuadro siguiente en que se compara la totalidad de los ingresos presupuestales previstos para el año 2025 con las cesiones comprometidas en el año 2026 (el de mayor monto) y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto.

Cuadro 7: Indemnidad Rubro 0 (millones UI)	
Concepto (millones UI)	2025
Ingresos totales de la IC	1.881
Cesiones totales año 2025	297
Excedente	1.584
Rubro 0 año 2025	815
Saldo disponible	769

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede observar que, si a los ingresos totales estimados en el año 2025 se le deducen las cesiones comprometidas a la totalidad de los fideicomisos, resta aún un remanente que casi duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0. Cabe agregar, como se observa en el Cuadro 1, que los compromisos anuales son decrecientes y como se mencionó, fueron calculados con criterio conservador. También hay que recordar que, de ser necesario. 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.

⁵ Corresponde aclarar que la evolución de esta modalidad de cobranza no se corresponde necesariamente con la evolución de ingresos de la IC ya que incide también los cambios de hábitos por parte de los contribuyentes.

⁶ Condición necesaria para mantener grado inversor según la metodología de CARE

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 fideicomitidos por la IC cayó casi un 10 %; ningún analista pronostica en el corto plazo una caída en el PBI 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 2025. El resultado se expresa en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: Sensibilidad con ingresos 2025 abatidos (millones UI)				
Abatimiento	Total ingresos	Ret. Totales	Rubro 0	Excedente
10%	1.693	297	815	581

Fuente: CARE en base Presupuesto IC

Se puede comprobar que los recursos obtenidos, deducidas las cesiones comprometidas, serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y aún generar 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 18 años según la inflación. *Riesgo casi nulo.*

V. EL ENTORNO

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

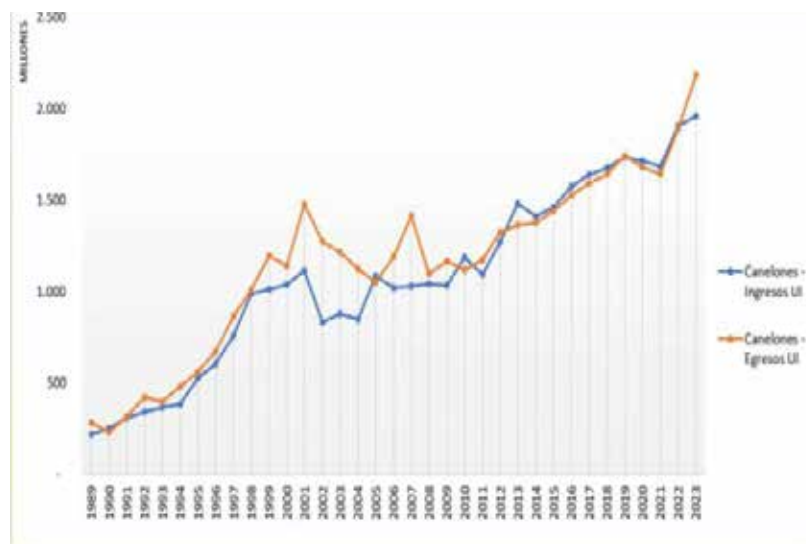
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado 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 presupuestarios⁷, 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

⁷. 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



De acuerdo al gráfico precedente, puede observarse una situación general de equilibrio fiscal de la intendencia; el último año registró un saldo negativo lo que no impidió que la IC cumpliera con sus compromisos con los fideicomisos referidos. 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 ID⁸ cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba al 3/09/2012, 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.

⁸ 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: Expectativas y metas macroeconómicas

Uruguay (1)	2024	2025	2026	2027
PIB: Variación Real	3,10%	2,60%	2,20%	2,40%
Inflación	4,80%	4,70%	4,10%	4,40%
Tipo de cambio (USD) al final del periodo	44,00	41,50	41,80	42,70
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) (2)	-4,10%	-4,20%	-4,50%	-3,90%
Deuda Neta (GC y BPS) (como % PIB)	58,00%	57,70%	60,40%	61,90%
Riesgo País (3)	79	70		
Mundo (2) "Perspectivas de la economía mundial"	2024	2025	2026	
Mundo (variación PBI)	3,30%	3,00%	3,10%	
USA	1,80%	1,50%	1,60%	
Alemania	-0,20%	0,10%	0,90%	
Japón	0,20%	0,70%	0,50%	
China	5,00%	4,80%	4,20%	
India	6,50%	6,40%	6,40%	
Brasil	3,40%	2,30%	2,10%	
México	1,40%	0,20%	1,40%	

(1) PE presenta Proyecto de Ley de Presupuesto (31/8/2025)

(2) FMI, Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial a julio 2025

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

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

En consecuencia el riesgo político, descompuesto en sus dos partes como se señaló, se considera 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 inversor⁹.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁹. CATEGORÍA A+.uy (85 a 89.9 puntos)

Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables 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.**