

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FIDEICOMISO FINANCIERO
CANELONES III”**

Montevideo, setiembre 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
20	V EL ENTORNO
23	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Canelones III”
11 - setiembre - 2025**

Plazo:	20 años desde la fecha de la primera emisión.
Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto de UI 519.493.072.
Activos Fideicomitados:	Cesión por parte de la IC de los derechos por Créditos Departamentales presentes y futuros a que tiene derecho contra los Agentes de Recaudación de cobranza descentralizada, y el Fideicomiso SUCIVE.
Fiduciario y Emisor:	República AFISA
Fideicomitente:	Intendencia de Canelones
Amortización de Capital e intereses:	108 cuotas bimensuales, iguales y consecutivas en los meses pares (día 5) a partir de junio de 2019.
Fecha de la primera emisión:	24/7/2017
Tasa:	6 % anual en UI
Plazo de gracia:	hasta el 5/6/2019 tanto para el pago de capital como intereses, los que se capitalizaron hasta esa fecha
Asesor jurídico calificación:	Dr. Leandro Rama
Entidad Registrante y Representante:	BEVSA
Administración y pago:	República AFISA
Calificación:	A.uy
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2026 ¹
Comité de Calificación:	Martín Durán y Julio Preve
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

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 Canelones III" manteniendo la categoría A.uy de grado inversor.

El objeto de esta emisión fue obtener por parte de la Intendencia de Canelones (en adelante IC) el financiamiento necesario para la realización de obras de interés departamental así como la compra de maquinaria y de equipamiento urbano. El monto estimado de dichas inversiones fue de \$ 1.883.000.000 o su equivalente UI 517.648.999.

La IC viene fideicomitiendo el flujo de tributos provenientes de la cobranza descentralizada (incluyendo el SUCIVE) hasta una suma final equivalente a UI 1.161.600.000 más los fondos necesarios para atender gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial, para su integración al patrimonio del fideicomiso, como fuente de pago de los Títulos de Deuda emitidos.

La emisión de los TTDD fue por el equivalente en UI de \$ 1.889.708.000 lo que determinó un monto de UI 519.493.072. El plazo para su cancelación es de 20 años a partir de la primera fecha de emisión y tuvo un período de gracia, de pago de capital e intereses, que venció el 5/6/2019. El interés a pagar a los tenedores de los títulos fue fijado por el Fiduciario en cada emisión en 6 % anual en UI. Durante el período de gracia, los intereses devengados se capitalizaron. El periodo de amortización comenzó el 5/6/2019 y se está realizando en 108 cuotas bimensuales iguales y consecutivas de capital e intereses los meses pares.

Respecto de los títulos de deuda cabe reiterar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avaló el informe jurídico que se anexara al informe de calificación original.
- La garantía adecuada, a partir de la cesión de cobranzas en un monto suficiente cedida al Fideicomiso
- La liquidez adecuada del papel en función de su naturaleza sin perjuicio de las características del mercado de valores uruguayo.
- Una administración fiduciaria con capacidad ampliamente demostrada.

Respecto de los flujos proyectados:

- Practicado el análisis de suficiencia por parte de CARE no se encontraron dificultades para que la IC pudiera cumplir con los recursos fideicomitados a que se compromete en esta operación y otras análogas.
- No configura un escenario probable una caída de la recaudación descentralizada de una magnitud tal que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas.

- Las obligaciones emergentes de este y otros fideicomisos que se encuentran operativos implican para el año de mayor cesión (2026) algo menos de 16 % de los ingresos presupuestales totales de la IC previstos para el corriente año y algo más de 22 % de la cobranza descentralizada registrada en el año 2024. En ningún caso se compromete la cobertura del Rubro 0².

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Este instrumento de financiación contó para su aprobación con el apoyo de 26 en 31 ediles de la Junta Departamental, superando largamente los dos tercios exigidos; una vez aprobado el mismo 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. Máxime cuando desde mediados de 2020 se consideró cumplido el objeto de la emisión.
- Tampoco se advierte, por el momento, una recesión que pudiera poner en riesgo el repago de los títulos. En todo caso, este aspecto fue considerado en el análisis de sensibilidad practicado por CARE.
- Superada la crisis sanitaria, que determinó una caída en la recaudación de tributos, la misma retomó su tendencia creciente, la que se mantuvo en el pasado año 2024 y todo indica habrá de mantenerse también en 2025.

² De acuerdo al manual de procedimientos de CARE la indemnidad del Rubro 0 es el mínimo aceptable para merecer grado inversor

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos representativos de deuda de oferta pública que está emitiendo República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante República AFISA) por un monto total de UI 519.493.072; esta cifra representaba el monto necesario con el cual la IC realizó una serie de inversiones. Los títulos se emitieron con el respaldo de los componentes del presente Fideicomiso Financiero. Estos consisten en la cesión por parte de la IC de un flujo de fondos por hasta UI 1.161.600.000 provenientes del cobro de tributos, precios y otros ingresos departamentales que la IC percibe a través de Agentes de Recaudación en las condiciones que se establece en el contrato de fideicomiso incluyendo los provenientes del Fideicomiso SUCIVE.

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 tomarse 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 juicio³.

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 según corresponda⁴.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores que fueron emitidos por República AFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizan en un plazo máximo de 20 años luego de vencido el período de gracia ocurrido el 5/6/19. Esta amortización se está haciendo en 108 cuotas bimensuales iguales y consecutivas, comprendiendo capital e intereses, con vencimiento los días 5 de los meses pares a partir del 5/6/2019 (en todas las emisiones se fijó una misma tasa de 6 % lineal anual en UI).

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. Contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjuntara como Anexo 1 en la calificación original.

³. La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera

⁴. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

2. Antecedentes generales

- La IC decidió realizar diversas obras públicas así como adquirir maquinaria vial y equipamiento urbano en el Departamento, todo lo cual ya se ha culminado. El monto correspondiente a obras y adquisición de maquinaria y equipamiento urbano ascendió al equivalente en UI de \$ 1.883.000.000. El monto final destinado a cada rubro fue determinado en UI, totalizando UI 517.648.999 para lo cual se tomó la cotización vigente a la fecha de la adjudicación de los valores de oferta pública (21/7/2017).
- En Oficio No. 307/2016 la Junta Departamental de Canelones (JDC) remite al Tribunal de Cuentas (TCR) la solicitud recibida de la IC vinculada a la creación de este fideicomiso
- La Junta Departamental de Canelones (JDC), según Resolución 0187/016 de fecha 29/03/2016, otorgó la anuencia solicitada por el Sr. Intendente oportunamente para tales fines.
- El TCR en reunión del 8/6/16 emite resolución No. 2001/16 no observando lo actuado por la IC y JDC.
- El Intendente de Canelones, por Resolución N° 16/06505 de fecha 27 de octubre de 2016 decidió constituir un fideicomiso financiero con la finalidad de obtener recursos mediante la emisión de títulos de deuda de oferta pública con el respaldo del patrimonio fideicomitado, constituido por los fondos ya señalados, en las cantidades, términos y condiciones que se establecen en el Contrato de Fideicomiso y ya descritas.
- La IC adhirió al Fideicomiso SUCIVE con fecha 28/12/2011, por lo que desde esa fecha, éste es el titular de los derechos de cobro de Ingresos Vehiculares de Canelones, teniendo la IC derecho a percibir el 100% de la recaudación que hiciere al SUCIVE, fondos que también transfiere al Fideicomiso.
- Con fecha 10 de noviembre de 2016, la Comisión de Seguimiento del SUCIVE - creada por art. 3 de la Ley 18.860 - otorgó autorización a efectos de realizar las retenciones necesarias del Fideicomiso SUCIVE en consonancia con la resolución del Sr. Intendente y la Resolución de la Junta Departamental de Canelones antes referidos.
- La IC celebró con los Agentes Recaudadores sendos contratos que refieren a la prestación por parte de dichos Agentes del servicio de cobranza de créditos pertenecientes a dicha Intendencia. Los Contratos de Recaudación se rigen por las condiciones de contratación establecidas en los documentos correspondientes. Según lo establecido en ellos, los Agentes Recaudadores se ocupan del cobro de tributos de competencia de la IC por cuenta y orden de ésta, haciendo efectiva su cobranza a través de los locales de Abitab S.A. y de Nummi S.A.

- La IC durante el plazo de vigencia del presente fideicomiso y hasta la completa ejecución de las obligaciones que deban ser cumplidas con cargo al patrimonio fideicomitido, renuncia a modificar los Contratos de Recaudación de cobranza descentralizada y el Contrato del Fideicomiso SUCIVE sin el consentimiento previo, expreso y escrito de la Fiduciaria del presente Fideicomiso.
- Con fecha 24/3/2017 el BCU manifiesta que debe hacerse una modificación en el contrato.
- El contrato de Fideicomiso entre la IC y RAFISA fue firmado el 2/3/2017 y posteriormente modificado con fecha 7/4/2017. Esto fue autorizado por el BCU con fecha 31/5/2017 (Comunicación 2017/092). Con fecha 20/4/2017 CARE manifiesta no tener observaciones a la modificación planteada.
- El interés sería fijado por la Fiduciaria, previamente a la emisión e informado oportunamente; no obstante dicha tasa en ningún caso podría ser superior a lo dispuesto por la resolución 0187/016 de fecha 29/03/2016 de la Junta Departamental de Canelones (7,5 %). Mientras duró el período de gracia, no se abonaron intereses los que se capitalizaron hasta la fecha en que comenzaron a abonarse las cuotas. Finalmente se fijó el 6 % lineal anual.
- Los pagos por obras al 30/6/2020 registraron un acumulado total de \$ 1.877 millones, equivalente al 99,7 % del total presupuestado en la misma moneda según se informó en los EE.CC del Fideicomiso a esa fecha. Por lo que desde entonces se considera que se ha cumplido con el objeto de la emisión.
- En el Presupuesto aprobado por el periodo 2021 a 2025 se constata una partida anual destinada a amortización de pasivos que luce suficiente para atender los compromisos emergentes en los fideicomisos acá mencionados.

Otros compromisos⁵

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)

⁵. Fuera de los que acá se mencionan, la IC no ha informado a CARE de otros compromisos financieros.

- Fideicomiso Financiero Canelones III (2037)
- Fideicomiso Financiamiento Recambio de Luminarias de Canelones I (2039)
- FF Canelones 2022 (2037)
- Fideicomiso de Administración 2023 (2042)

En el cuadro siguiente se incluyen todas las cesiones (según orden de prelación) que hasta el momento tiene comprometidas la IC a partir del corriente año 2025, parcialmente cumplido. 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	0	20.977	9.996		32.100	15.438	24.075	9.966	136.551
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	64.20	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	251.724	229.908	91.953	759.700	447.688	480.245	230.690	2.889.644

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

Los vencimientos correspondientes al año 2025 tienen a la fecha distintos grados de cumplimiento; a los efectos de facilitar la lectura del cuadro precedente los mismos fueron estimados.

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

3. Objeto de la calificación, información analizada y hechos salientes del periodo.

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo de 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 ocasión incluyó entre otros los siguientes documentos:

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE de diversos fideicomisos que involucran directa o indirectamente a la IC tales como: "Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Canelones I" Series 1 y 2; "Fideicomiso Financiero Canelones II Obras"; "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"; Fideicomisos Financieros Grinor Ciudad de la Costa I y II; recambio de luminarias y el Fideicomiso de oferta privada mencionado.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025.
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- Información de recaudación descentralizada hasta diciembre de 2024.
- Información de recaudación del SUCIVE hasta julio de 2025 inclusive.

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

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. 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.

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 519.493.072
Interés:	A ser fijado por el Fiduciario con el tope dispuesto en resolución 187/016 de fecha 29/03/2016 de la Junta Departamental de Canelones. El interés fijado fue en todos los casos de 6 % anual lineal en UI.
Plazo:	Desde la primera fecha de emisión hasta la cancelación total, estimada en 20 años.
Plazo de gracia:	De capital e intereses, desde la emisión y hasta el 5/6/2019.
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda se pagan conjuntamente con la amortización de capital. Durante el período de gracia, los intereses devengados se capitalizaron a la fecha del primer pago.
Amortización del capital:	El capital de los Títulos de Deuda está siendo amortizado en 108 cuotas bimensuales, iguales y consecutivas de capital e intereses, a partir del 5/6/2019. Los pagos se realizan los meses pares, el día 5.
Garantía:	Fondos cedidos por la IC provenientes de la recaudación descentralizada de tributos y los fondos del Fideicomiso SUCIVE que le corresponden a la IC ambos cedidos al Fideicomiso.
Calificación de Riesgo:	A.uy
Entidad registrante y representante:	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

⁶. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere por considerarlo más representativos los mismos al cierre del primer semestre

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. Se trata no solo de verificar el cumplimiento con todo el sistema normativo sino especialmente de eliminar los riesgos de conflictos que pudieran afectar a la estructura financiera desde el punto de vista jurídico. Resulta clave por tanto a juicio del Comité de Calificación de CARE la legitimación de todo lo actuado.

El informe completo formó parte de la calificación original por lo que no corresponde reiterarlo acá. Se transcribe la conclusión final.

:

"En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos estructurales 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, o de conflictos que de ella derivaran. En función de los análisis realizados y dado el tiempo transcurrido sin que se haya verificado conflicto alguno, se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es muy poco probable. *Riesgo casi nulo.*

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

III. ADMINISTRACIÓN

La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

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

REPÚBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16.774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomisos financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17.703 de octubre de 2003. Su único accionista es el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU).

Según EE.CC intermedios al cierre del primer semestre de 2025 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 1.071 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 guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial a la fecha indicada y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

CUADRO 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Activo Corriente	171.045	185.025	154.257
Activo no Corriente	1.009.035	999.946	887.931
Pasivo	108.903	131.997	107.225
Pasivo Corriente	73.962	100.178	76.809
Pasivo no Corriente	34.941	31.818	30.416
Patrimonio	1.071.178	1.052.974	934.963
Pasivo y Patrimonio	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Razón Corriente	2,31	1,85	2,01

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del semestre finalizado en junio 2025, la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente.

CUADRO 3: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30-Jun-25	30-Jun-24	31-Dec-24
Ingresos Operativos	281.773	264.495	501.792
Costo de los servicios	(106.095)	(98.424)	(220.973)
Resultado Bruto	175.678	166.071	280.818
Gastos administrativos	(63.980)	(61.543)	(112.582)
Resultado Operativo	111.698	104.527	168.237
Resultados financieros	(13.368)	4.011	18.827
Resultados antes de IRAE	98.329	108.538	187.064
IRAE	(16.186)	(15.793)	(29.174)
Resultado del Ejercicio	82.143	92.746	157.890
Ajustes integrales	61	61	(364)
Resultado integral del periodo	82.204	92.806	157.526

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2025, 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 constituyó mediante contrato celebrado el 2/03/2017 (con modificaciones posteriores, el 7/04/2017) entre RAFISA y la IC y autorizado por el BCU con fecha 31/05/2017.

El monto emitido se acordó fuera el equivalente en UI de \$ 1.889.708.000 o sea UI 519.493.072 de acuerdo a la cotización de fecha de la primera emisión. Por este valor el 23/07/2017 se realizaron las suscripciones correspondientes, totalmente integradas. Como se ha informado, todas las emisiones se colocaron con un interés lineal anual en UI de 6 %. En definitiva, el Fideicomiso recibió por este concepto un monto total equivalente a UI 624.924.082 correspondiendo UI 519.493.072 al valor nominal del total suscripto el 23/7/2017 mientras que el saldo restante de UI 105.431.011 correspondió a prima por emisión

En el cuadro siguiente se informa sobre la situación patrimonial del Fideicomiso al cierre intermedio del 30/06/2025.

CUADRO 4: Estado de Situación Fideicomiso (millones \$)

Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	3.904	3.909	4.040
Activo Corriente	444	434	504
Activo no Corriente	3.460	3.475	3.536
Pasivo	3.039	3.043	3.076
Pasivo Corriente	218	209	191
Pasivo no Corriente	2.822	2.834	2.884
Patrimonio	865	865	965
Pasivo y Patrimonio	3.904	3.909	4.040
Razón Corriente	2,04	2,08	2,64

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los pagos en concepto de amortización e intereses según cronograma descripto, se vienen realizando con normalidad encontrándose el Fideicomiso al día. En el semestre informado se pagaron UI 25.2 millones de los cuales UI 12.2 millones correspondieron a amortización y UI 13.0 millones a intereses. El cronograma del saldo a pagar, una vez concluido el primer semestre de 2025 y hasta su cancelación, así como lo que resta percibir por concepto de cesión de tributos se expone en forma anualizada en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Cronograma restante de ingresos y egresos (miles UI)

año	cesiones	amortización	intereses	total pagos
2025	32.100	12.553	12.638	25.191
2026	64.200	26.259	24.122	50.381
2027	64.200	27.874	22.506	50.380
2028	64.200	29.589	20.791	50.380
2029	64.200	31.410	18.971	50.381
2030	64.200	33.342	17.039	50.381
2031	64.200	35.393	14.988	50.381
2032	64.200	37.570	12.810	50.380
2033	64.200	39.882	10.499	50.381
2034	64.200	42.335	8.045	50.380
2035	64.200	44.940	5.441	50.381
2036	64.200	47.704	2.676	50.380
2037	21.400	16.545	248	16.793
Totales	759.700	425.397	170.774	596.170

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Se recuerda que el pago de intereses y amortización se realiza en cuotas iguales bimensuales y que, mientras duró el periodo de gracia, los intereses devengados se capitalizaron. De lo antedicho se desprende que al momento de escribir este informe los saldos correspondientes al año 2025 son en realidad algo menores.

Puede apreciarse la suficiencia del monto a percibir con el total a pagar por concepto de amortización e intereses generando un excedente para cubrir los demás gastos del Fideicomiso.

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. *Riesgo casi nulo.*

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 RAFISA recibe la cesión del flujo futuro de la llamada cobranza descentralizada de la IC así como los fondos provenientes del Fideicomiso SUCIVE, que pertenecen a la IC, por concepto de Ingresos Vehiculares. Con el mismo y de acuerdo a la prelación correspondiente, paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos. Los títulos de deuda ya emitidos alcanzaron el total suscripto UI 519.493.072.

El flujo que compone el activo subyacente del fideicomiso financiero fue aprobado por la Intendencia Municipal de Canelones la que por Resolución N° 16/06505 de fecha 27 de octubre de 2016 decidió crear este fideicomiso.

Relación de los compromisos asumidos por la IC y su presupuesto

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

Para ello se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal aprobado para el periodo 2021 a 2025; en el cuadro siguiente se exponen en forma resumida sus rubros más relevantes. Las cifras del presupuesto fueron expresadas en moneda nacional a valores de 2021 que CARE convirtió a UI para facilitar este análisis.

Cuadro 6: Presupuesto quinquenal de la IC (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 dicho cuadro se incluye la evolución de esta recaudación en UI según años completos (conversión a UI estimada por CARE).

Cuadro 7: 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

Puede observarse en la serie analizada que la recaudación descentralizada ha sido creciente en términos de UI a excepción del año 2020 que registra 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 tendencia que es ratificada en los años siguientes. 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

Interesa realizar, una vez más, un análisis de suficiencia no ya para este fideicomiso en particular sino teniendo en cuenta todos ellos. En el Cuadro 1 se informan año a año los compromisos financieros asumidos hasta la fecha. Del mismo se desprende que el desembolso mayor deberá hacerse en el año 2026 con UI 297.4 millones; dicha cifra representa alrededor de 22 % de la cobranza descentralizada de 2025 (Cuadro 7) y del orden de 16 % de los ingresos totales previstos para el año 2025 (Cuadro 6). Según esta forma de cálculo y de acuerdo a las cifras citadas en los respectivos cuadros y su tendencia, cabe esperar una relación decreciente de los compromisos asumidos respecto a su fuente de financiamiento.

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

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 para el próximo año (el de mayor monto) y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto.

CUADRO 8: Indemnidad Rubro 0 (millones UI)

Concepto (millones UI)	2025
Ingresos totales de la IC	1.881
Cesiones totales año 2026	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 para 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, además, que, como se observa en el Cuadro 1, los compromisos anuales son decrecientes y como se mencionó, fueron calculados con criterio conservador. También hay que recordar que, de ser necesario, prima el orden de prelación (ver Cuadro 1).

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

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 no se visualiza.

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

La otra, más reciente, fue el impacto económico producido por la pandemia, particularmente en el año 2020 en que la recaudación de los tributos fideicomitados por la IC cayó casi un 10 %; ningún analista pronostica en el corto plazo una caída en el 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, último del presupuesto vigente. El resultado se expresa en el cuadro siguiente.

Cuadro 9: 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 recuerda, 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. Eso en sí mismo representó en los hechos una prueba de sensibilidad superada satisfactoriamente.

Riesgos considerados

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

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

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, aun 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 aun existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

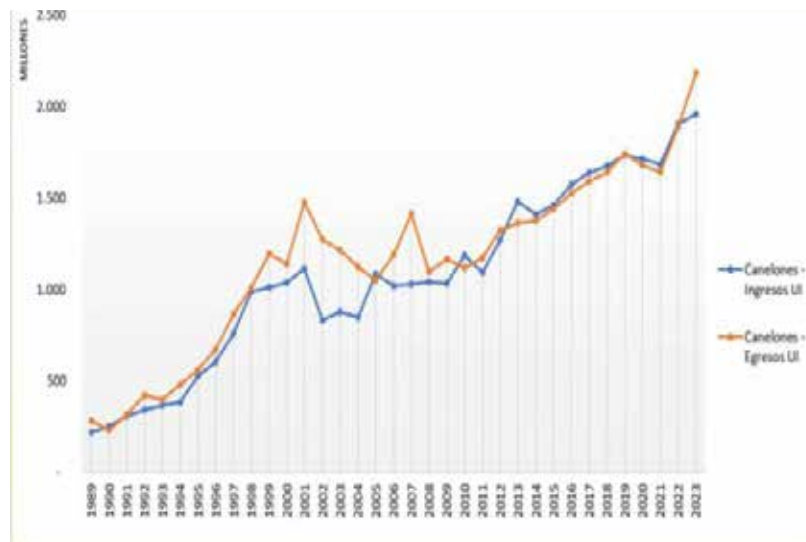
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC (por una mayoría de 26 ediles en 31) e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones 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 presupuestarios⁶, la administración actual como lo que se puede colegir 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 relativamente menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos

⁶. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

aun considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a él, y éste paga 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



Puede observarse en el gráfico precedente un razonable equilibrio fiscal en la serie analizada.

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 ID⁷ cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba al 3/09/2025, 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.

⁷ El proyecto de Ley de Presupuesto actual plantea un incremento de las transferencias a los gobiernos subnacionales de un 20 % en términos reales.

CUADRO 10: 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 por el momento no se advierte, asociada a 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 RAFISA 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 inversor.⁸

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁸ . CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)

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