

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

Montevideo, febrero de 2026

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

Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Maldonado I” 23 - febrero - 2026

Plazo:	Máximo de 15 años desde la fecha de emisión; vence el 5/02/2036.
Títulos representativos	de deuda escriturales de oferta pública por un monto en pesos uruguayos expresados en UI equivalente a UI 466.450.014.
Activos Fideicomitidos:	Flujo de Fondos provenientes de los Créditos SUCIVE que se transfieren al presente Fideicomiso.
Fiduciario y Emisor:	República AFISA
Fideicomitente:	Intendencia de Maldonado
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagaderos en forma cuatrimestral los días 5 de febrero, junio y octubre de cada año a partir de la fecha de emisión.
.Fecha de emisión:	1/09/2021
Tasa:	Se fijó una tasa de 3,125 % lineal anual desde la fecha de emisión.
Plazo de gracia:	para comenzar el repago del capital, hasta enero de 2023.
Amortización de capital:	El capital de los Títulos de Deuda se paga en 14 cuotas anuales, iguales y consecutivas en cada mes de febrero a partir del 5 de febrero de 2023.
Asesor jurídico calificación	Dr. Leandro Rama
Entidad Registrante:	BVM
Entidad Representante:	BEVSA
Administración y pago:	República AFISA
Calificación:	A+uy
Vigencia:	hasta el 30 de noviembre de 2026 ¹
Comité de Calificación:	Martín Durán y Julio Preve
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias Departamentales ²

¹ . De acuerdo a la metodología de CARE, la nota conferida, ante la aparición de hechos relevantes que así lo justifique puede ser modificada en cualquier momento.

² . disponible en www.care.com.uy.

Resumen General

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

Este ligero incremento de la nota se debe a la aprobación de un nuevo presupuesto quinquenal que ratifica el normal cumplimiento con los compromisos de la IM con este Fideicomiso.

Con el objeto de cancelar pasivos financieros de corto plazo y recomponer los fondos operativos, la IM resolvió constituir dos fideicomisos financieros: uno de oferta pública, que es el que se califica, y otro de oferta privada, este último por un equivalente de USD 40 millones. Con fecha 23 de abril de 2021, se constituyó el presente Fideicomiso Financiero, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 17.703.

En el mismo, se pactó la securitización del flujo de fondos de recaudación del SUCIVE y la emisión mediante oferta pública de Títulos de Deuda por un monto máximo expresado en Unidades Indexadas equivalente a USD 55 millones. Finalmente la emisión se produjo el 1/09/2021 por UI 466.450.014.

La IM se comprometió a fideicomitir el flujo de tributos provenientes del Fideicomiso SUCIVE hasta una suma final equivalente a UI 724.1 millones 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.

Respecto de los títulos de deuda cabe reiterar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avala el informe jurídico que acompañara como anexo el 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 IM pudiera cumplir con la cesión de los recursos fideicomitados a que se compromete en esta operación, siendo asimismo suficientes para la cancelación de los títulos, los intereses y demás gastos asociados, incluyendo el fideicomiso privado.
- No configura un escenario probable una caída de la recaudación del SUCIVE de una magnitud tal que pudiera poner en riesgo los flujos necesarios que permitan al FF hacer frente a las obligaciones contraídas y que no haya sido contemplado en el análisis de sensibilidad practicado por CARE.

- Las obligaciones emergentes de este fideicomiso (cesión de tributos comprometida) representan alrededor del 2,40 % de los ingresos totales de la IM³ y alrededor del 11,2% de la cobranza cedida (según recaudación 2025) para el año de mayor cesión comprometida. En ningún caso analizado se compromete la cobertura del Rubro 0⁴.
- Este análisis de suficiencia se realizó sobre el nuevo Presupuesto que habrá de regir por el periodo 2026 – 2030.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- Este instrumento de financiación contó para su aprobación con el apoyo de 21 en 31 ediles de la Junta Departamental de Maldonado, cumpliendo de esa manera con la mayoría especial necesaria para su aprobación. 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.
- La nueva administración municipal logró aprobar el Presupuesto quinquenal que habrá de regir por el periodo 2026-2030. No surge del mismo nada que permita suponer riesgo alguno para esta operación, se observa la misma preocupación por el equilibrio fiscal de los anteriores presupuestos.
- La crisis sanitaria provocada por el Covid 19 en 2020 si bien tuvo un impacto significativo en la recaudación de los tributos cedidos, ya en 2021 se había recuperado, tendencia que se mantiene hasta la fecha. No se espera, al menos en el corto plazo, otra crisis de una magnitud tal que no haya sido contemplada en el análisis de sensibilidad practicado por CARE.

³ . 5,3 % si se considera, además, una segunda operación análoga a esta pero de carácter privado y por un monto menor.

⁴ . 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 calificar la emisión de los títulos representativos de deuda de oferta pública que emitió República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante RAFISA) por un monto total en UI del equivalente a, como máximo, USD 55 millones. Esta cifra representa el monto necesario con el cual la IM se propone cancelar sus pasivos financieros de corto plazo y a la vez, recomponer los fondos operativos con los cuales poder cumplir con sus cometidos específicos.

Los títulos se emitieron expresados en UI según monto ya explicitado (UI 466.45 millones) con el respaldo de los componentes del presente Fideicomiso Financiero. Estos consisten en la cesión por parte de la IM de un flujo de fondos por hasta UI 724.1 millones provenientes de los créditos del Fideicomiso SUCIVE que le corresponden; más las sumas necesarias como para cubrir los gastos asociados a esta operación.

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 juicio⁵.

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 corresponda⁶.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos valores que fueron emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizarán en un plazo máximo de 15 años desde la fecha de emisión, previéndose su cancelación el 5 de febrero de 2036, aunque se contempla una opción de amortización acelerada. La amortización se hará al término del periodo de gracia en 14 cuotas anuales iguales y consecutivas a partir de febrero de 2023. Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagaderos en forma cuatrimestral en febrero, junio y octubre de cada año. El primer pago de intereses se realizó el 05 de octubre de 2021. La tasa de interés fijada en el documento de emisión fue 3,125 % lineal anual.

En febrero de 2023, había una opción de amortización acelerada (la "Opción") por un valor nominal total máximo equivalente a 1/14 del valor nominal emitido (el "Monto de Amortización Inicial"), a favor de los Titulares, con un tope individual de valor nominal de UI 500.000. El precio de ejercicio de la opción fue equivalente a 99.5% del precio de corte de la emisión. La misma fue ejercida.

⁵ . La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera

⁶ . Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas...." Punto 3.

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.

2. Antecedentes

- La Intendencia de Maldonado mantenía un endeudamiento estructural, que al cierre del año 2020 ascendía a casi USD 90 millones. Dicho endeudamiento ha sido atendido desde hace más de veinte años con financiamientos de corto plazo provenientes de instituciones financieras de plaza, lo que ha limitado las posibilidades de destinar recursos a determinadas áreas prioritarias para el Gobierno Departamental.
- En el transcurso del primer trimestre del año 2021, se cancelaron parte de los pasivos financieros de corto plazo. Dicha cancelación se realizó mediante la aplicación de recursos propios de la Intendencia y trajo aparejada una afectación importante sobre los ingresos del año 2021, que era necesario recomponer.
- A efectos de permitir una solución integral a esta problemática, la Junta Departamental de Maldonado con fecha 26/02/2021 otorgó la anuencia al Ejecutivo Departamental para comenzar un proceso de reestructuración de su endeudamiento, obteniendo hasta USD 95 millones mediante la constitución de dos fideicomisos financieros: a) el presente fideicomiso financiero de oferta pública el cual realizó la emisión de títulos de deuda por el equivalente a USD 55 millones con un plazo de 15 años y b) un segundo fideicomiso financiero de oferta privada el cual emitió títulos de deuda por los restantes USD 40 millones con el mismo plazo. Este financiamiento se gestionó con el Banco República Oriental del Uruguay. Asimismo, se dio anuencia a la IM para contraer créditos de corto plazo en el sistema financiero tradicional por hasta USD 30 millones, a ser cancelados con los fondos obtenidos en los fideicomisos mencionados. Cosa que ya ocurrió.
- El objetivo de la constitución de estos fideicomisos es obtener financiamiento con el fin de reperfilar el endeudamiento de la IM (transformando el mismo en un endeudamiento de largo plazo) y recomponer los fondos operativos utilizados para la cancelación de pasivos antes mencionada.
- La IM resuelve la constitución de ambos fideicomisos en Acto No. 1329/2021 de fecha 5/3/2021.

- Finalmente, se da cuenta de sendas intervenciones del Tribunal de Cuentas de la República: Resoluciones 2205/2020 y 358/2021 de fechas 11/11/2020 y 18/2/2021 respectivamente y el dictamen último, Resolución 558 de fecha 24/3/2021 en que considera cumplido el requisito del artículo 301.2 de la Constitución de la República no formulando observaciones a lo actuado.
- Este proceso de reestructura permitirá extender el plazo para la cancelación de sus obligaciones financieras, lo que traerá aparejado una disminución de dicho rubro en su Presupuesto Anual, posibilitando destinar recursos para cumplir con los propósitos del Gobierno Departamental. Asimismo, la obtención de financiamiento de largo plazo permitirá una reducción en el costo por intereses debido a la disminución de la tasa de interés esperada.
- En febrero del año 2022 se cancelaron los pasivos bancarios con el producido de la emisión de ambos fideicomisos, éste y el fideicomiso privado, cumpliéndose el primer objetivo planteado.
- En febrero de 2023, había una opción de amortización acelerada (la "Opción") por un valor nominal total máximo equivalente a 1/14 del valor nominal emitido (el "Monto de Amortización Inicial"), a favor de los Titulares, con un tope individual de valor nominal de UI 500.000. El precio de ejercicio de la opción fue equivalente a 99.5% del precio de corte de la emisión. La misma fue ejercida.
- En ocasión de la actualización realizada en setiembre 2023 CARE ajustó al alza la nota conferida alcanzando el nivel A.uy de grado inversor. Este ligero incremento en la nota se justificó, entre otras razones, a que había dado comienzo el periodo de amortización de los títulos y a que todos los análisis de riesgos considerados continuaban siendo satisfactorios.

Otros compromisos

- Como forma de prevenir hacia el futuro el nivel de afectación de estos recursos, se pacta en el literal f) de la cláusula 23 una obligación a cargo de la IM de informar a la Calificadora de Riesgo y a la Fiduciaria la existencia de nuevos préstamos o financiamientos dentro de los 10 días hábiles siguientes de su constitución. En el periodo analizado esto no ha ocurrido.

3. Objeto de la calificación, información analizada

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

La información analizada en esta ocasión incluyó, entre otros, los siguientes documentos:

- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025.
- EE CC del Fideicomiso al 31/12/2025.

- Información de la cobranza del SUCIVE perteneciente a la IM proporcionada por RAFISA a diciembre de 2025 inclusive.
- Nuevo Presupuesto de la Intendencia de Maldonado por el periodo 2026 - 2030

4. Hechos salientes del periodo

- La recaudación del SUCIVE correspondiente al año 2025 confirma la tendencia creciente que venía mostrando luego de la caída del año 2020 como consecuencia de la crisis sanitaria.
- También se confirma que bastaría la recaudación del primer mes del año para cubrir, con holgura, la cuota de amortización anual fijada para cada mes de febrero.
- Información de pago de la cuota anual en febrero 2026 (RAFISA)
- Se aprobó un nuevo Presupuesto quinquenal 2026 – 2030 cuyo cuadro resumen se incluye en otra sección de este informe.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda a ser 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 466.450.014
Interés:	3,125 % lineal anual desde el momento de la emisión.
Plazo:	Hasta 15 años desde la fecha de emisión; en principio hasta el 5 de febrero de 2036, previéndose una opción de cancelación anticipada.
Plazo de gracia:	De amortización de capital hasta enero de 2023.
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda se pagan en forma cuatrimestral en febrero, junio y octubre de cada año a partir de la fecha de emisión.
Amortización del capital:	El capital de los Títulos de Deuda se paga en 14 cuotas anuales, iguales y consecutivas en cada mes de febrero a partir de Febrero de 2023. Hay opción de amortización anticipada
Garantía:	Fondos cedidos por la IM provenientes del Fideicomiso SUCIVE que le corresponden a la IM.
Calificación de Riesgo:	A+.uy
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

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. A tales efectos, se elaboró el Informe Jurídico que acompaña este documento como Anexo 1 y del cual se extraen las principales conclusiones.

En tal sentido y en primer lugar, el informe citado expresa:

“Conforme a lo prescripto en el artículo 301 inciso 2 de la Constitución de la República y a nuestro criterio de calificación, la formación válida de la voluntad departamental cuando el plazo del endeudamiento supere el período de gobierno del Intendente proponente, requiere contar con la aprobación por dos tercios de votos de la Junta Departamental y el informe del Tribunal de Cuentas de la República; todo ello en forma previa a la decisión del Ejecutivo Departamental. Requisitos de la norma constitucional que, desde ya sea dicho, se cumplen en todos sus extremos. El expediente fue remitido al Tribunal de Cuentas para su intervención, sin que el organismo de contralor formulara observación alguna. El legislativo departamental otorgó la anuencia por la mayoría especial señalada para el financiamiento hasta un tope máximo de USD 95.000.000 y por un plazo de 15 años (Resolución 1/20021 del 26/2/2021).”

Más adelante y en relación también a los bienes fideicomitados expresa: *“Asimismo, se tiene en cuenta el contrato de Fideicomiso Financiero SUCIVE y la Adhesión de la Intendencia Departamental de Maldonado. De la compulsa de estos instrumentos y como concepto general, podemos adelantar que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores.”*

Finalmente concluye:

“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 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 1: 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 2: 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 presente Fideicomiso Financiero se constituyó con fecha 23 de abril de 2021, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 17.703. En el mismo se pactó la securitización del flujo de fondos de recaudación del SUCIVE y la emisión mediante oferta pública de Títulos de Deuda por un monto máximo expresado en Unidades Indexadas equivalente a USD 55 millones, recursos que se destinaron a cancelar pasivos financieros de corto plazo y asimismo dotar de capital de giro (fondos operativos), para el cumplimiento de los cometidos municipales.

Asimismo se pactó la transferencia y tradición de los Créditos SUCIVE al Fideicomiso por hasta la suma equivalente a UI 724.1 millones, más todos los importes necesarios para cubrir los gastos del Fideicomiso.

El 30/07/2021 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación No. 2021/491)

El monto emitido alcanzó la cifra de UI 466.450.014 de valor nominal; lo efectivamente recibido por el Fideicomiso fue unos UI 492.6 millones lo que determinó una prima por emisión de algo más de UI 26 millones que se integraron a su patrimonio.

El capital se está amortizando en 14 cuotas anuales con un periodo de gracia que venció en enero de 2023 por lo que la primera cuota de amortización se realizó el 6/02/2023. Los intereses en cambio se están abonando desde la fecha de emisión en cuotas cuatrimestrales, la primera de las cuales venció el 5/10/2021. La tasa contractual pactada fue de 3,125 % efectiva anual en UI. RAFISA informó a CARE que se canceló en tiempo y forma la cuota de amortización anual correspondiente al pasado mes de febrero por lo que el Fideicomiso se encuentra al día.

En el cuadro siguiente se expone resumidamente el estado de situación financiera del Fideicomiso al término del año 2025 y su comparativo con cierres anteriores.

Cuadro 3: Estado de Situación Patrimonial FF			
Concepto (miles \$)	31-Dec-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	2.915.214	3.078.996	3.203.504
Activo Corriente	355.477	351.225	344.605
Activo no Corriente	2.559.737	2.727.771	2.858.900
Pasivo	2.453.532	2.577.994	2.664.910
Pasivo Corriente	245.349	238.476	229.624
Pasivo no Corriente	2.208.183	2.339.518	2.435.286
Patrimonio	461.682	501.002	538.594
Pasivo y Patrimonio	2.915.214	3.078.996	3.203.505
Razón Corriente	1,45	1,47	1,50

Fuente: EECC del Fideicomiso

El cuadro precedente refleja el monto de la emisión recibida y el pasivo generado en consecuencia y su evolución según se van recibiendo los tributos fideicomitidos y amortizando los TD. La liquidez y solvencia del Fideicomiso no ofrece dificultades.

A continuación se expone el cronograma restante para la cancelación de los títulos luego de cancelado satisfactoriamente el año 2025.

Cuadro 4: Cronograma de cancelación de TD y cesiones (millones UI)				
Año	Cesiones	Capital	Interés	Total pagos
2026	55,8	33,3	10,7	44,0
2027	53,6	33,3	9,7	43,0
2028	51,8	33,3	8,9	42,2
2029	50,0	33,3	7,6	40,9
2030	48,2	33,3	6,6	39,9
2031	46,4	33,3	5,5	38,8
2032	44,6	33,3	4,5	37,8
2033	42,8	33,3	3,5	36,8
2034	41,1	33,3	2,4	35,7
2035	39,2	33,3	1,4	34,7
2036	36,2	33,3	0,3	33,6
Totales	509,7	366,5	61,1	427,4

Fuente: EE CC Fideicomiso

En el cuadro anterior se observa el cronograma de fondos a recibir y pagos a realizar hasta la cancelación total de los títulos luego de cerrado el ejercicio 2025 por lo que no incluye los movimientos ocurridos en el correr del presente año. En tal sentido, la amortización anual (e intereses correspondientes a esa fecha) fue cancelada en tiempo y forma según informó RAFISA a CARE por lo que, en realidad, los saldos que aparecen en el cuadro precedente son menores.

Durante el ejercicio finalizado el 31/12/2025 se realizaron pagos de TD por algo más de UI 45 millones, de los cuales UI 11.8 millones correspondieron a intereses y UI 33.3 millones a amortización de capital.

Puede comprobarse la suficiencia de los créditos fideicomitidos (primera columna) para afrontar la cancelación total de los títulos con sus intereses (última columna).

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 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 necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. Como queda referido RAFISA recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza del Fideicomiso SUCIVE, que pertenecen a la IM, por concepto de Ingresos Vehiculares. Con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos. El flujo que compone el activo subyacente del Fideicomiso Financiero fue aprobado por la IM en Acto No. 1329/2021 de fecha 5/03/2021.

Relación de los compromisos asumidos por la IM y su presupuesto

Como se ha informado, desde el comienzo del corriente año 2026 rige un nuevo Presupuesto por el periodo 2026 a 2030.

Con el objeto de establecer una relación entre los montos comprometidos con el Fideicomiso y los ingresos presupuestados así como analizar la indemnidad del Rubro 0 (remuneraciones) se considera el nuevo Presupuesto según cuadro resumen siguiente.

Cuadro 5: Presupuesto IM 2026 - 2030 (millones UI)					
Concepto	2026	2027	2028	2029	2030
Total Egresos	2.272	2.134	2.181	2.142	2.037
Servicios Personales	863	836	833	836	844
Inversiones	383	272	329	292	192
Otros (Gastos; Deuda; Junta etc)	1.026	1.027	1.019	1.014	1.001
Total Ingresos	2.319	2.275	2.324	2.377	2.474
Departamentales	1.930	1.932	1.982	2.034	2.086
Nacionales	390	343	343	343	387
Resultado	47	140	142	235	437

Fuente: Intendencia de Maldonado

Nota: la conversión a UI se hizo según cotización al 1/01/2025: 6,1697

En cuanto a la cobranza a través del SUCIVE, que es lo fideicomitado, la información disponible proviene de RAFISA en tanto administrador fiduciario. En el cuadro siguiente se informa la evolución de la misma desde el año 2017 hasta el año 2025 inclusive.

Cuadro 6: recaudación SUCIVE (miles de UI)				
Año	Anual	Enero	Enero/Anual	Evolución
2017	347.965	186.472	54%	
2018	363.281	179.559	49%	4,40%
2019	353.439	181.192	51%	-2,71%
2020	328.169	179.130	55%	-7,15%
2021	358.851	188.471	53%	9,35%
2022	401.900	209.460	52%	12,00%
2023	430.889	223.215	52%	7,21%
2024	457.625	235.491	51%	6,20%
2025	497.708	252.109	51%	8,76%

Fuente: RAFISA

Puede observarse en la serie analizada, que la recaudación anual ha mantenido una tendencia creciente con la excepción del año 2020 debido a la crisis provocada por la pandemia.

A los efectos de establecer una relación entre los compromisos asumidos y los recursos municipales se toma el monto a pagar en el año 2026 (el mayor). Dicho monto, según se observa en el Cuadro 4, es de UI 44 millones. Si se le compara con el total de los ingresos previstos en el presupuesto para el año 2026, de acuerdo al Cuadro 5, es de UI 2.319 millones, representa un 1,90%. Si se hace la misma relación pero con el monto comprometido a ceder, que para el año 2026 es de UI 55.8 millones, dicha relación es 2,40 %, en ambos casos se trata de un guarismo relativamente menor. Incluso menor de lo que se informara en anteriores actualizaciones, esto es así por dos motivos, por un lado los compromisos son decrecientes y por otro, el nuevo Presupuesto prevé ingresos en UI mayores que el anterior.

Si, en cambio, se comparan las mismas cifras con la recaudación del SUCIVE en 2025, último año completo disponible, las relaciones serían de 8,84 % y 11,20 % según se considere monto a pagar por los títulos o cesión a remitir (esta relación es consistentemente descendente según pasan los años). La recaudación de ese tributo en enero de 2025 (la más relevante) alcanzó un monto del orden de las UI 252.1; esta cifra es 7 % superior a la cifra del mes de enero de 2024 según se observa en el cuadro precedente; puede verse que en el mes de enero se recauda, en general, más del 50% del total anual por lo que queda claro que basta la recaudación del primer mes del año para cancelar la cuota anual dispuesta para el mes de febrero. Culminado el año 2025, se constata que el incremento de la recaudación respecto al año 2024 fue de 8,76 % en UI ratificándose la tendencia creciente.

Se concluye entonces que los compromisos asumidos en esta operación representan un orden de magnitud relativamente menor respecto a los recursos de la IM y aún del crédito fideicomitado. Por otra parte, se reitera que los compromisos son decrecientes conforme se avance con las amortizaciones mientras que los tributos fideicomitados son crecientes, en consecuencia su cumplimiento debería ser cada vez más confortable para la IM tal cual viene ocurriendo.

De acuerdo a la metodología de CARE, corresponde asimismo analizar la indemnidad del Rubro 0⁷ (gastos personales); es decir, que esta operación y otras derivadas del proceso de reestructura de deuda, tal es el caso del fideicomiso financiero de oferta privada por un equivalente a USD 40 millones, no ponga en riesgo dicha obligación básica de la IM.

En tal sentido, se contó con la información aportada por RAFISA sobre el FF Maldonado II de oferta privada. A los efectos de este análisis, los datos relevantes son: un monto de emisión de UI 350 millones realizada el 24/06/2021 en condiciones similares al que se califica en este informe; a saber, TEA 3,5 %, se amortiza a partir de 2023 en 14 cuotas anuales venciendo en 2036. Para su repago se ceden tributos provenientes de la cobranza descentralizada, en el año 2026 el compromiso de pago es de UI 34.6 millones⁸

Con dicha información, se elaboró el cuadro siguiente en que se compara la totalidad de ingresos estimados de la IM para el año 2026 según presupuesto, con los cesiones comprometidas de ambos fideicomisos para el año 2026 y el Rubro 0 comprometido.

⁷. Condición mínima necesaria para merecer grado inversor

⁸. Según planilla Excel proporcionada por RAFISA (fecha 30/03/2022)

Cuadro 7: Indemnidad Rubro 0 (millones de UI)

Total Ingresos (2026)	2.319,4
Cesión FF oferta pública (2026)	(55,8)
Pago FF oferta privada (2026)	(34,6)
Saldo	2.229,0
Rubro 0	(863,3)
Excedente	1.365,7

Fuente: CARE en base IM y RAFISA

Se puede observar que, si a los ingresos totales presupuestados para la IM se le deducen las cesiones comprometidas de los dos fideicomisos correspondientes al año cuyo monto es mayor (2026), resta aún un remanente que más que duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0. Se reitera que, dado que en ambos casos los intereses se aplican sobre saldos, a partir del año 2023 los pagos y, consecuentemente, las cesiones de tributos son decrecientes.

En definitiva, se desprende de lo anterior que la IM debería poder hacer frente a sus obligaciones esenciales, incluyendo los sueldos, sin dificultades.

Análisis de sensibilidad

No obstante lo anterior, corresponde analizar la eventualidad de una caída en los ingresos municipales producto de una crisis mayor a la vivida como consecuencia de la pandemia.

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

Nada hace suponer, al menos en el corto plazo, una crisis de la magnitud mencionada. Superada la crisis sanitaria y su impacto en la recaudación de los tributos cedidos que resultó en una caída del orden de 7,2 % (ver Cuadro 6) de ahí en más los mismos retomaron la tendencia creciente.

No obstante, en el cuadro siguiente se hace el ejercicio de abatir los ingresos en un 10 %; los resultados se exponen en el siguiente cuadro.

Cuadro 8: Sensibilidad (millones de UI)

Total Ingresos (abatidos 10%)	2.087,5
Cesión FF oferta pública (2026)	(55,8)
Pago FF oferta privada (2026)	(34,6)
Saldo	1.997,1
Rubro 0	(863,3)
Excedente	1.133,8

Fuente: CARE en base IM y RAFISA

Se puede comprobar que aún en el caso en que ocurriera una caída en los tributos fideicomitados del 10 % (algo improbable) los recursos obtenidos, deducidas las cesiones comprometidas, serían suficientes para cancelar el Rubro 0 y aún generar un remanente para atender otros compromisos. Cabe acotar, una vez más, como se observa en el Cuadro 6, la caída de la recaudación del SUCIVE en 2020 fue del orden del 7 % (en UI) pero ya en

2021 se incrementó un 9 % en la misma unidad y de ahí en más ha seguido aumentando, lo que demuestra la solidez del activo fideicomitado. Por lo tanto, el análisis de suficiencia sigue siendo satisfactorio.

Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se considera que la capacidad de la IM 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 casi nulo.*

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 por 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 IM, y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos.

Riesgos considerados

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

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

1. Por una parte podemos juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, 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.

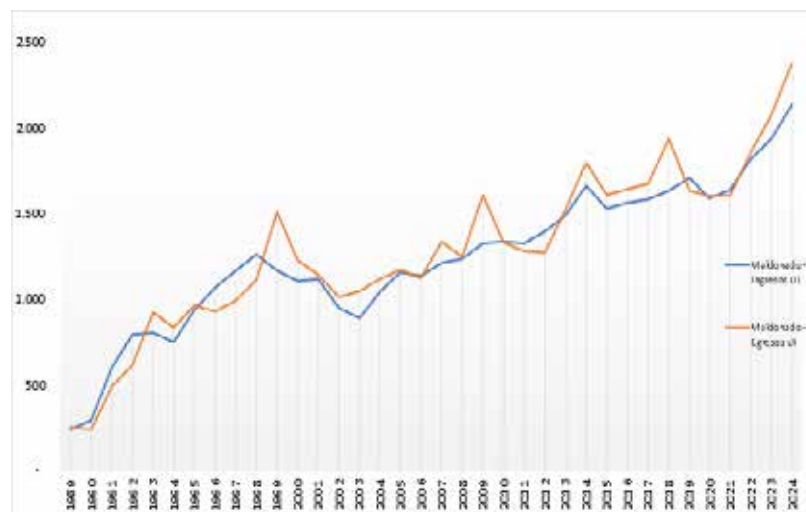
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IM con anuencia de la JDM (por una mayoría de 21 ediles en 31) e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones 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 IM 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 presupuestarios⁹, la administración actual como lo que se puede colegir del comportamiento de las futuras, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro (más allá de la crisis de deuda que dio lugar a esta operación) 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

⁹. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aun considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación del SUCIVE 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 IM se refleja en la gráfica siguiente hasta el año 2024 inclusive



Puede observarse en el gráfico precedente un razonable equilibrio fiscal.

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 ID¹⁰ cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba al 10/02/2026, con un índice de 72 puntos (índice UBI 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.

¹⁰. 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: Expctativas y metas macroeconómicas				
Uruguay	2024	2025	2026	2027
PIB: Variación Real (1)	3,10%	2,20%	1,90%	1,70%
Inflación (1)	4,80%	3,80%	4,50%	4,90%
Tipo de cambio (USD) s/promedio de diciembre (1)	44,00	39,00	39,70	40,40
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) -MEF	-4,10%	-4,10%	-4,00%	-3,50%
Deuda Neta (GC y BPS) (como % PIB)	58,00%	57,70%	60,40%	61,90%
Riesgo País (3)	79	70	72	
Mundo (2) "Perspectivas de la economía mundial"	2024	2025	2026	2027
Mundo (variación PBI)	3,30%	3,30%	3,30%	3,20%
USA	1,80%	2,10%	2,40%	2,00%
Alemania	-0,20%	0,20%	1,10%	1,50%
Japón	0,20%	1,10%	0,70%	0,70%
China	5,00%	5,00%	4,50%	4,00%
India	6,50%	7,30%	6,40%	6,40%
Brasil	3,40%	2,50%	1,60%	2,30%
México	1,40%	0,60%	1,50%	2,10%

(1) CPA Ferrere-Proyecciones Macro-diciembre 2025

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

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

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.¹¹

Comité de Calificación



Ing. Julio Freyre



Cr. Martín Durán Martínez

¹¹. **A+ uy.** Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **El signo + que la Calificación se acerca mas a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión con observaciones.**