

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A  
PARTIR DEL DENOMINADO  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
REESTRUCTURACIÓN  
DE PASIVOS DE CANELONES I”  
Series 1 y 2**

*Montevideo, marzo de 2025*

---

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TITULOS DE DEUDA
11	III LA ADMINISTRACION
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
18	V EL ENTORNO
21	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de la Calificación de la Emisión de Títulos de Deuda serie 1 y 2 del  
"Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos de Canelones I"  
17 - marzo - 2025**

<b>Plazo:</b>	Hasta el 5 de enero de 2027
<b>Títulos emitidos:</b>	títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por un monto total para la Serie 1 de UI 224.730.000 y para la Serie 2 por un monto de UI 49.470.000. Total ambas series: UI 274.200.000
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Cesión de Jayland del crédito reestructurado conforme al Acuerdo firmado con la IC, su correspondiente complemento para la Serie 2, y garantía presupuestal.
<b>Fiduciario Emisor y Agente de Pago:</b>	República AFISA
<b>Fideicomitente:</b>	Jayland Asset Inc
<b>Amortización Capital:</b>	168 cuotas mensuales y consecutivas en UI.
<b>Pago de intereses.</b>	En 180 cuotas mensuales y consecutivas en UI para la Serie 1 y 168 para la Serie 2.
<b>Tasa:</b>	7.25% lineal anual en UI (Serie 1), y 9.5 % (Serie 2)
<b>Activo Fideicomitivo:</b>	cesión por parte de la IC de la cobranza descentralizada.
<b>Garantía:</b>	Fondos del Presupuesto Nacional de libre disponibilidad de la IC.
<b>Asesor Jurídico:</b>	Herrera Profesionales Asociados.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	Serie 1 A.uy ; Serie 2 A.uy
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	BVM.
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de abril de 2026 <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve y Martín Durán
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales

<sup>1</sup>. Sin perjuicio de la vigencia establecida, CARE puede modificar la nota en cualquier momento ante la aparición de hechos relevantes que así lo aconsejen.

## Resumen General

***CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda de la Serie 1 y 2 emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos de Canelones I" manteniendo la categoría A.uy de grado inversor.***

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos para reperfilarse, conforme a una estructura financiera adecuada, los pasivos de la Intendencia de Canelones, adquiridos por la empresa Jayland Assets Inc. conforme a un acuerdo de reestructuración de pasivos celebrado entre ésta y la IC.

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

### **Respecto de los títulos de deuda cabe reiterar:**

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como lo avaló el informe jurídico anexo a la calificación original de la Serie 1. (puede consultarse en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy))
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable y acompañada también por la garantía complementaria y subsidiaria, compuesta por el porcentaje de fondos provenientes del Presupuesto Nacional que tiene derecho a percibir de libre disposición la IC.
- La liquidez adecuada de los títulos en función de su naturaleza, aun teniendo presente las características del mercado de valores uruguayo.

### **Respecto de los flujos proyectados:**

- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IC.
- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda sigue representando un porcentaje relativamente menor, tanto de la cobranza total, como de la cobranza descentralizada, aun teniendo en cuenta el orden de prelación de los pagos a realizar por quien administra toda la cobranza descentralizada, esto es el fiduciario, República AFISA, tal como se recoge en el prospecto.

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

- Dado el nivel de aprobación recogido en su momento por representantes de todas las tendencias políticas (29 en 29), teniendo en cuenta la solución a la que se llegó eliminando un pasivo vencido y de muy difícil cancelación, - que permitió recuperar el crédito y la reputación de la IC- no parece posible imaginar un repudio a la solución alcanzada aún ante cualquier cambio de gobierno. El tiempo transcurrido sin que surgieran inconvenientes de ningún tipo, avala esta afirmación. Tampoco se advierten riesgos de este tipo ante los sucesivos cambios en la administración municipal.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la actualización de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para recalificar los títulos representativos de deuda de oferta pública ya detallados, Serie 1 y 2, emitidos oportunamente por República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante RAFISA) por un monto total del equivalente en UI para la Serie 1 a la fecha de emisión, de la conversión a pesos uruguayos de esa fecha de USD 25.984.000 (veinticinco millones novecientos ochenta y cuatro mil dólares), equivalentes a la deuda reestructurada de la Intendencia de Canelones convertida a moneda nacional y expresada en UI. A la fecha de esa emisión el monto resultante fue de UI 224.730.000.

Posteriormente y también conforme al mismo Acuerdo de Reestructuración, se emitió la Serie 2 por un monto total del equivalente en UI a la fecha de emisión, de la conversión a pesos uruguayos de esa fecha de USD 6.202.000 (seis millones doscientos dos mil dólares, que comprenden USD 6.006.000 del acuerdo de reestructura más costos asociados) equivalentes a la nueva deuda reestructurada, según acuerdo complementario entre la IC y Jayland Assets INC<sup>2</sup>, de la Intendencia de Canelones, convertida a moneda nacional y expresada en UI. Esta cifra surge del prospecto informativo presentado al BCU deduciendo del tope máximo aprobado lo emitido en la Serie 1. Constituye además el monto aprobado para la Serie 2 por el BCU en resolución de fecha 18 de octubre de 2012. Los títulos se emitieron con el respaldo del Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Canelones I. En definitiva con fecha 5 de noviembre de 2012 se emitieron Títulos de Deuda correspondientes a la Serie 2 por un monto total de UI 49.470.000.

Ambas series totalizan pues UI 274.200.000; cuentan además con la garantía complementaria y subsidiaria, compuesta por el porcentaje de fondos provenientes del Presupuesto Nacional que tiene derecho a percibir de libre disposición la IC, que opera en caso de incumplimiento.

Esta actualización da cumplimiento al artículo 69 de la Circular 2083 del BCU de fecha 31 de marzo de 2011, y al artículo 193 de la circular 2092 del BCU del 17 de agosto de 2011.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio<sup>3</sup>.

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

<sup>2</sup> El acuerdo original fue firmado en ocasión de la emisión de la Serie 1 el 5 de diciembre de 2011

<sup>3</sup> Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde<sup>4</sup>.

Se trata de sendas emisiones de oferta pública, de títulos valores emitidos por República AFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003, los que se amortizan en 15 años con un año de gracia para ambas series, gracia que venció el 29 de diciembre de 2012. El interés pactado es 7,25 % lineal anual en UI para la Serie 1 y 9,5 % para la Serie 2.

El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, y por Julio Preve. CARE contrató con ocasión de la emisión de la Serie 1 el asesoramiento jurídico del estudio Herrera Profesionales Asociados. Dicho informe, aplica también para el caso de la emisión de la Serie 2.

## 2. Antecedentes generales

En el documento de calificación original así como en el de la calificación de la Serie 2 se describe todo el proceso de negociación de reestructura de pasivos de la IC que conduce a la emisión. Del mismo debe señalarse que culminó con la clausura y archivo de los procedimientos jurisdiccionales de los créditos reestructurados obteniéndose para la IC la extinción de la deuda original según notificó a CARE el estudio Olivera Abogados en nota del 3 de julio de 2012 para la Serie 1, y según nota del 7 de febrero de 2013 remitida a CARE por parte del mismo estudio para la Serie 2. Pueden consultarse asimismo en ese documento las sucesivas aprobaciones del Intendente, de la Junta Departamental por unanimidad de presentes, del Tribunal de Cuentas, del Ministerio Público, etc.

## 3. Objeto de la actualización de la calificación, información analizada

El objeto de la actualización 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; verificando además si han ocurrido hechos relevantes que pudieran hacer cambiar el juicio de la calificador. Precisamente, no ha llegado a conocimiento de CARE ningún hecho que amerite cambiar la calificación. La información analizada incluyó oportunamente los acuerdos de reestructuración de pasivos, los documentos con las intervenciones de la Junta Departamental, del Intendente, etc., otros contratos accesorios al prospecto y sus addendas, notificación de extinción de las deudas reestructuradas con clausura de los expedientes respectivos, y esencialmente calificaciones originales y sus actualizaciones hasta ahora registradas.

En esta oportunidad se tuvo en cuenta además:

- Calificaciones y sus respectivas actualizaciones realizadas por CARE de éste y otros fideicomisos que tiene la IC con el objetivo de realizar obras.
- Calificación realizada por CARE del "Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público"; del "Fideicomiso Financiero Grinor Ciudad de la Costa" (I y II) y el Recambio de Luminarias.

<sup>4</sup> Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

- EE.CC del Fideicomiso Financiero que nos ocupa al 31/12/2024
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/2024
- Actualización de la cobranza de tributos en forma descentralizada (incluyendo SUCIVE) por parte de la IC hasta el 31/12/2024 inclusive y enero 2025.

### Hechos salientes del periodo

- Luego de la caída de la recaudación de tributos provocada por la pandemia en el año 2020, en el 2024 se vuelve a ratificar la tendencia creciente de los últimos años.

### Otros compromisos de la IC<sup>5</sup>

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

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

En el cuadro siguiente se incluyen todas las cesiones que hasta el momento tiene comprometidas la IC a partir del corriente año 2025 (para este año figuran la totalidad de los importes anuales pese a que en general ya ha comenzado a ejecutarse). Más adelante, en la sección correspondiente se analiza la incidencia de todas ellas en las finanzas de IC.

<sup>5</sup> La IC no ha informado a CARE de otras cesiones de tributos que las que acá se mencionan

**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	15.600	32.400	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	48.150	19.931	<b>302.842</b>
2026	15.600	29.700	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	46.460	18.876	297.397
2027	15.600		38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	45.010	18.122	263.493
2028	15.600		37.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	43.600	17.403	259.864
2029	15.600		36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	42.130	16.620	257.111
2030	15.600		33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	40.670	15.873	251.904
2031	15.600		31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	39.240	15.130	247.731
2032	15.600		22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	37.820	14.414	236.595
2033	11.700		7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	36.350	13.656	214.967
2034				20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	34.910	12.924	194.095
2035				20.977	19.992		64.200	30.875	33.460	12.199	181.703
2036				20.977	19.992		64.200	30.875	32.020	11.492	179.556
2037							21.400	30.875	24.500	10.761	87.536
2038								30.875		10.049	40.924
2039								30.875		9.343	40.218
2040										8.652	
2041										7.944	
2042										7.268	
<b>Totales</b>	<b>136.500</b>	<b>62.100</b>	<b>287.500</b>	<b>251.724</b>	<b>239.904</b>	<b>102.170</b>	<b>791.800</b>	<b>463.125</b>	<b>504.320</b>	<b>240.655</b>	<b>3.055.934</b>

Fuente: Care en base a RAFISA y EE.CC de fideicomisos

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,

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que fueron adquiridos por los beneficiarios. 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.

Un resumen de la descripción de los títulos se reitera y es la siguiente:

### Títulos Serie

<b>1 y 2:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales.
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión.
<b>Monto de Emisión:</b>	Total: UI 274.200.000 entre ambas series.
<b>Interés:</b>	7,25% lineal anual para la Serie 1 y 9,5 % para la Serie 2 en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, calculada sobre saldos, año de 360 días y meses de 30 días.
<b>Plazo:</b>	Hasta el 5 de enero de 2027
<b>Plazo de gracia:</b>	Culminado el 29 de diciembre de 2012.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda se pagan en 180 cuotas mensuales y consecutivas en UI para la Serie 1 y 168 para la Serie 2 pagaderas a partir del mes siguiente a la emisión.
<b>Amortización del capital:</b>	El capital de los Títulos de Deuda, para ambas series, está siendo amortizado en 168 cuotas mensuales, y consecutivas en UI. Se empezó a amortizar el 5/1/2013.
<b>Fecha de Pago:</b>	El primer Día Hábil del mes siguiente a la finalización de cada mes. En caso de que alguna de las Fechas de Pago resulte ser un día no hábil, cada cuota deberá ser abonada en su defecto el primer día hábil siguiente a cada una de dichas fechas, aplicándose siempre la cotización de la UI del día del pago.
<b>Garantía:</b>	Fondos del Presupuesto Nacional de libre disponibilidad de la IC de acuerdo con el porcentaje presupuestal otorgado para cada período.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	Serie 1 y 2: A.uy

**Entidad Registrante**

**y Representante:** Bolsa de Valores de Montevideo

**Riesgos considerados**

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago al o los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En ocasión de la calificación original se incluyó como anexo el informe completo que concluía con la escasa probabilidad de riesgo en este aspecto. No hay razón para modificar el concepto de que este riesgo es *casi nulo*.

**Riesgo por iliquidez.** La posibilidad de salir de los títulos aún en forma privada ante cualquier eventualidad o decisión de los beneficiarios constituye un atributo favorable intrínseco al papel por cómo se lo ha diseñado, aún teniendo presente las características de nuestro mercado de capitales que no asegura una rápida salida de los mismos. *Riesgo bajo*.

### III. La Administración

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 al cierre intermedio de junio 2024 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 988 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 y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-24</b>	<b>31-Dec-23</b>	<b>31-Dec-22</b>
<b>Activo</b>	<b>1.094.603</b>	<b>1.042.188</b>	<b>948.196</b>
Activo Corriente	173.801	154.257	134.716
Activo no Corriente	920.802	887.931	813.480
<b>Pasivo</b>	<b>106.833</b>	<b>107.225</b>	<b>94.486</b>
Pasivo Corriente	74.382	76.809	62.770
Pasivo no Corriente	32.451	30.416	31.716
<b>Patrimonio</b>	<b>987.769</b>	<b>934.963</b>	<b>853.709</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.094.603</b>	<b>1.042.188</b>	<b>948.196</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,34</b>	<b>2,01</b>	<b>2,15</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

### Cuadro 3: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30-Jun-24	30-Jun-23	31-Dec-23
Ingresos Operativos	264.495	225.148	428.372
Gastos de Adm y Ventas	(159.967)	(130.898)	(287.187)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>104.527</b>	<b>94.250</b>	<b>141.185</b>
Resultados Diversos	-	32	-
Resultados Financieros	4.011	(10.213)	(9.481)
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>108.538</b>	<b>84.069</b>	<b>131.704</b>
IRAE	(15.793)	(19.507)	(30.349)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>92.745</b>	<b>64.562</b>	<b>101.355</b>
Otro resultado integral	61	67	(5.970)
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>92.806</b>	<b>64.629</b>	<b>95.385</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2024, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

### El Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato de fecha 8/12/2011 entre RAFISA (Fiduciario); la Intendencia de Canelones y Jayland Assests Inc (Fideicomitente). El 19/12/2011, el BCU autorizó su inscripción en el registro correspondiente. Desde esa fecha viene funcionando con normalidad y se encuentra al día con sus obligaciones.

Finalizado el ejercicio 2024, el cronograma de montos a percibir y a pagar por parte del fideicomiso hasta su cancelación es el que se muestra en el cuadro siguiente.

### Cuadro 4: Cronograma anual de retenciones y pagos (miles UI)

Año	Serie 1	Serie 2	Total	Pagos
2025	26.400	6.000	32.400	32.000
2026	24.200	5.500	29.700	32.000
<b>Totales</b>	<b>50.600</b>	<b>11.500</b>	<b>62.100</b>	<b>64.000</b>

Fuente: CARE en base EE.CC Fideicomiso

En la columna de pagos se incluyen los compromisos restantes de ambas series a partir del año 2025 hasta su cancelación, tanto por concepto de amortización como de intereses. A efectos de facilitar su visualización, en el cuadro se incluyeron los importes anuales pero se recuerda que los vencimientos son mensuales. Para la Serie 1, los desembolsos anuales son de (miles) de UI 25.598, mientras que para Serie 2 son de (miles) de UI 6.402 al año. Si bien se observa en el cuadro precedente que los créditos esperados son algo inferiores a los desembolsos a realizar, esto no supone un obstáculo ya que, como se puede observar en el Cuadro 5, la situación patrimonial del Fideicomiso es positiva producto de colocaciones financieras de excedentes generados oportunamente.

Al 31/12/2024 la situación patrimonial del Fideicomiso se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 5: Situación patrimonial del fideicomiso (miles \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-24</b>	<b>31-Dec-23</b>	<b>31-Dec-22</b>
<b>Activo</b>	<b>389.753</b>	<b>541.829</b>	<b>670.391</b>
Activo Corriente	222.516	218.320	207.932
Activo no Corriente	167.237	323.509	462.458
<b>Pasivo</b>	<b>374.455</b>	<b>519.291</b>	<b>641.869</b>
Pasivo Corriente	183.361	165.658	150.129
Pasivo no Corriente	191.094	353.633	491.741
<b>Patrimonio</b>	<b>15.298</b>	<b>22.538</b>	<b>28.521</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>389.753</b>	<b>541.829</b>	<b>670.391</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,21</b>	<b>1,32</b>	<b>1,39</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede comprobarse en el cuadro precedente que el fideicomiso cuenta con una sólida posición de liquidez y solvencia.

### **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 y al tiempo transcurrido sin que hayan surgido inconveniente, 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 muy bajo.*

## 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. 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 que se emitieron alcanzaron un total de UI 274.200.000 en dos series.

### 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 y con la totalidad de cobranza descentralizada esperada, todo expresado en miles de UI.

Para ello se tuvo en cuenta el presupuesto quinquenal actualmente vigente, es decir el que rige por el periodo 2021 a 2025.

En el cuadro siguiente se exponen en forma resumida los principales rubros del presupuesto citado. Los montos fueron expresados en moneda nacional a valores de 2021 que CARE convirtió a UI para facilitar este análisis.

<b>Cuadro 6: Presupuesto quinquenal de la IC (millones de UI)</b>					
<b>Concepto</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
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
<b>Total Egresos</b>	<b>1.668</b>	<b>1.758</b>	<b>1.817</b>	<b>1.852</b>	<b>1.881</b>
<b>Rubro 0</b>	<b>815</b>	<b>815</b>	<b>815</b>	<b>815</b>	<b>815</b>
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 recaudación. En este caso, se contó con la información referida hasta el año 2024 inclusive. En tal sentido, la IC informó a CARE que los ingresos que obtuvo por este medio fueron de \$ 8.102 millones (incluyendo el SUCIVE) que, convertido a UI, representa un monto del orden de UI 1.357 millones. En el cuadro siguiente se incluye la evolución de esta recaudación en UI según años completos.

**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

La conversión a UI fue estimada por CARE tomando como referencia la cotización al 30/6/2024 (\$ 6,0574); se trata de un criterio conservador ya que, como es sabido, la recaudación no es uniforme teniendo mayor peso la que se realiza en los primeros meses del año. En particular la correspondiente al SUCIVE que en 2024, lo recaudado en el mes de enero, representó casi un 46% del total recaudado por este concepto (RAFISA), por otra parte, según la IC la recaudación del SUCIVE para el año 2024, representó el 53% del total de la recaudación descentralizada.

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<sup>6</sup>.

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 2025 por miles de UI 302.842; dicha cifra representa el 22,6 % de la cobranza descentralizada de 2024 (Cuadro 7) y 16 % de los ingresos totales previstos para dicho año 2025 (Cuadro 6). Según esta forma de cálculo y de acuerdo a las cifras citadas en los respectivos cuadros y a su tendencia, cabe esperar una relación decreciente de los compromisos asumidos respecto a su fuente de financiamiento tal cual viene ocurriendo.

Se concluye entonces que los fondos generados por la IC son suficientes para atender estas obligaciones, aunque 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 en el mismo año (el de mayor monto) y con el Rubro 0 estimado en el presupuesto.

<sup>6</sup>. Corresponde aclarar que la evolución de esta modalidad de cobranza no se corresponde necesariamente con la evolución de ingresos de la IC ya que incide también los cambios de hábitos por parte de los contribuyentes.

**Cuadro 8: análisis de cobertura Rubro 0**

Concepto (millones UI)	2025
Ingresos totales de la IC	1.881
Cesiones totales año 2025	303
<b>Excedente</b>	<b>1.578</b>
Rubro 0 año 2025	815
<b>Saldo disponible</b>	<b>763</b>

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 del Cuadro 1, los compromisos anuales luego de cancelado el año 2025 se tornan decrecientes y como se mencionó, fueron calculados con criterio conservador. También hay que recordar que, de ser necesario, prima el orden de prelación que en el caso de esta operación ocupa el segundo lugar.

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

### Análisis de sensibilidad

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

Una referencia puede 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; ningún analista pronostica en el corto plazo una caída en el PBI de la magnitud registrada en la crisis de comienzos de siglo; no se conocen aún las cifras definitivas del año 2024 pero se estima un crecimiento del orden de 3,20 %<sup>7</sup> y algo menos para los años subsiguientes pero siempre dentro de guarismos positivos.

A modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos de 10 % referidos al año 2025 por ser el más exigente. 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	303	815	575

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

<sup>7</sup>. Mediana de encuesta de expectativas económicas (BCU, enero 2025)

crisis sanitaria) lo que no supuso un inconveniente en el cumplimiento de la IC con sus obligaciones para con los fideicomisos. Esto representó en la práctica una prueba (análisis de sensibilidad) que fue superada sin inconvenientes.

Puede comprobarse que 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 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.

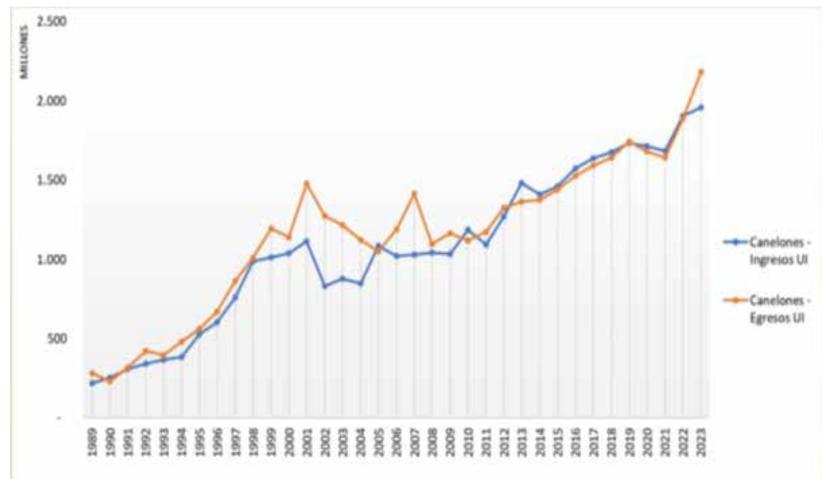
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado 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 presupuestarios<sup>8</sup>, tanto la conducta de la administración actual, como lo que se puede colegir de las futuras, no permite advertir riesgos 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

<sup>8</sup>. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

de incumplimiento; menos 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



De acuerdo al gráfico precedente, puede observarse una situación de equilibrio fiscal de la intendencia; el último año registró un saldo negativo lo que no impidió que la IC cumpliera con sus compromisos con los fideicomisos referidos. Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central dada la vinculación de esta operación no solo con instituciones nacionales, quizás las Administradoras de Fondos Previsionales, sino de éstas con el crédito del país. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que el país contaba al 13/3/2025, con un índice de riesgo país de 97 puntos (índice UBI de RAFAP) se trata de un guarismo consistente con la calificación de grado inversor de la deuda pública. Esta situación se viene reiterando desde hace ya muchos años.

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.

### CUADRO 10: Expctativas y metas macroeconómicas

Uruguay	2024	2025	2026
PIB: Variación Real (Mediana) (1)	3,20%	2,50%	2,40%
Inflación (Mediana) (1)	5,70%	5,95%	5,90%
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) (2)	-3,10%	-2,90%	-2,50%
Deuda Neta (como % PIB) (2)	54,80%	55,00%	55,00%
Riesgo País (4)	77,8	97	
Mundo (3) "Perspectivas de la economía mundial"	2024	2025	2026
Mundo (variación PBI)	3,20%	3,30%	3,30%
USA	2,80%	2,70%	2,10%
Alemania	-0,20%	0,30%	1,10%
Japón	-0,20%	1,10%	0,80%
China	4,80%	4,60%	4,50%
India	6,50%	6,50%	6,50%
Brasil	3,70%	2,20%	2,20%
México	1,80%	1,40%	2,00%

(1) BCU Expectativas Económicas (enero 2025)

(2) MEF-Exposición de Motivos RC 2023

(3) FMI, actualización a enero 2025

(4) 2024 valor promedio

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé; 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

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

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Ct. Martín Durán Martínez

### **<sup>9</sup>. 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 previsible 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.**