

**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, febrero de 2026

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II LOS TITULOS DE DEUDA
12	III LA ADMINISTRACION
15	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
19	V EL ENTORNO
22	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" 26 - febrero - 2026

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

¹. Sin perjuicio de la vigencia establecida, CARE puede modificar la nota en cualquier momento ante la aparición de hechos relevantes que así lo aconsejen. Por otra parte, está previsto que esta operación se cancele en enero de 2027.

². Disponible en www.care.com.uy

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" con la categoría AA.uy de grado inversor.

Este incremento de la nota se justifica porque el Fideicomiso entró en el último año de vigencia y no se prevé ningún contratiempo que ponga en riesgo su cancelación definitiva. El proyecto de Presupuesto enviado a la JDC avala esta conclusión.

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)
- 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.
- El proyecto de Presupuesto 2026-2030 remitido a la JDC contempla esta y otras obligaciones análogas de la IC. Si bien a la fecha de emitir este informe la Junta no lo ha aprobado aún, se sabe que el ejecutivo departamental cuenta con las mayorías necesarias.

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.
- El oficialismo cuenta con las mayorías necesarias para aprobar el nuevo Presupuesto quinquenal por lo que no se advierten riesgo en este sentido.

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 INC³, 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 juicio⁴.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde.⁵

³. El acuerdo original fue firmado en ocasión de la emisión de la Serie 1 el 5 de diciembre de 2011

⁴. 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.

⁵. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

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 calificadora. 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.
- EE.CC del Fideicomiso Financiero que nos ocupa al 31/12/2025
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/2025

- Actualización de la cobranza de tributos en forma descentralizada por parte de la IC hasta el 31/12/2024 inclusive y enero 2025.
- Actualización de la cobranza del SUCIVE a diciembre 2025.
- Cuadro resumen del Proyecto de Presupuesto 2026 - 2030

Hechos salientes del periodo

- Las cifras del Presupuesto 2026-2030 que se utilizan en este informe surgen del cuadro resumen del Proyecto remitido a la JDC. El mismo se encuentra transitando el trámite formal y se espera sea aprobado sin mayores cambios en las próximas semanas.
- Luego de la caída de la recaudación de tributos provocada por la pandemia en el año 2020, en el 2025 se vuelve a ratificar la tendencia creciente de los últimos años.

Otros compromisos de la IC⁶

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 2026 (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.

⁶ 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
2026	15.600	29.700	40.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	46.460	18.876	297.397
2027	15.600		38.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	45.010	18.122	263.493
2028	15.600		37.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	43.600	17.403	259.864
2029	15.600		36.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	42.130	16.620	257.111
2030	15.600		33.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	40.670	15.873	251.904
2031	15.600		31.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	39.240	15.130	247.731
2032	15.600		22.500	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	37.820	14.414	236.595
2033	11.700		7.000	20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	36.350	13.656	214.967
2034				20.977	19.992	10.217	64.200	30.875	34.910	12.924	194.095
2035				20.977	19.992		64.200	30.875	33.460	12.199	181.703
2036				20.977	19.992		64.200	30.875	32.020	11.492	179.556
2037							21.400	30.875	24.500	10.761	87.536
2038								30.875		10.049	40.924
2039								30.875		9.343	40.218
2040										8.652	
2041										7.944	
2042										7.268	
Totales	120.900	29.700	247.000	230.747	219.912	91.953	727.600	432.250	456.170	220.724	2.753.093

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

Nota: en la columna Can II se unificaron las dos series.

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 1 y 2: Títulos representativos de deuda escriturales.

Moneda: Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión.

Monto de Emisión: Total: UI 274.200.000 entre ambas series.

Interés: 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.

Plazo: Hasta el 5 de enero de 2027

Plazo de gracia: Culminado el 29 de diciembre de 2012.

Pago de intereses: 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.

Amortización del capital: 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.

Fecha de Pago: 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.

Garantía: Fondos del Presupuesto Nacional de libre disponibilidad de la IC de acuerdo con el porcentaje presupuestal otorgado para cada período.

Calificación de Riesgo: Serie 1 y 2: AA.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 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 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 2025, el cronograma de montos a percibir y a pagar por parte del fideicomiso hasta su cancelación se resume a los montos correspondientes al año 2026, último año de vigencia de los títulos.

La suma de ambas series, por concepto de amortización e intereses que resta pagar (saldo al 31/12/2025), alcanza la cifra de UI 30.7 millones; mientras que la cesión de tributos comprometida para el actual y último año es de UI 29.7 millones. Si bien los montos a recibir son algo menores al saldo de los títulos, viendo la situación patrimonial del Fideicomiso (Cuadro 4) se estima no habrá inconveniente alguno para su cancelación.

Al 31/12/2025 la situación patrimonial del Fideicomiso se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Situación patrimonial del fideicomiso (miles \$)

Concepto	31-Dec-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	207.900	389.753	541.829
Activo Corriente	207.900	222.516	218.320
Activo no Corriente	-	167.237	323.509
Pasivo	200.910	374.455	519.291
Pasivo Corriente	200.910	183.361	165.658
Pasivo no Corriente	-	191.094	353.633
Patrimonio	6.990	15.298	22.538
Pasivo y Patrimonio	207.900	389.753	541.829
Razón Corriente	1,03	1,21	1,32

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 Proyecto de Presupuesto por el periodo 2026 – 2030 que está a consideración de la JDC.

En el cuadro siguiente se exponen en forma resumida los principales rubros del mismo según surge del cuadro resumen que fuera remitido a CARE por la IC. Los montos fueron expresados en moneda nacional a valores de enero de 2025 que CARE convirtió a UI para facilitar este análisis.

Cuadro 5: Presupuesto quinquenal de la IC (millones de UI)					
Concepto	2026	2027	2028	2029	2030
Total Ingresos	2.402	2.536	2.555	2.537	2.518
Origen Departamental	1.716	1.750	1.785	1.821	1.857
Origen Nacional	576	608	608	608	576
Financiamiento a largo plazo	110	178	162	107	85
Total Egresos	2.403	2.536	2.555	2.537	2.518
Rubro 0	1.013	1.013	1.013	1.013	1.013
Egresos Corrientes	924	949	949	949	917
Financiamiento largo plazo	110	178	162	107	85
Cuotas financiamiento largo plazo	328	305	312	356	359
Financiamiento pasivo acumulado	26	91	119	111	144

Fuente: Proyecto Presupuesto quinquenal IMC (aún no aprobado, febrero 2026)
Conversión a UI según cotización al 01/01/2025 \$ 6,1697 (CARE)

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 (no se dispone aún de la información para el año 2025). 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.

Si bien no se dispuso en la oportunidad de la información de la totalidad de la recaudación correspondiente al año 2025, un buen indicador del comportamiento de la misma es el SUCIVE ya que representa algo más del 50 % de la misma. En el cuadro siguiente se muestra la evolución de la recaudación descentralizada y en la última columna se incluye para los cuatro últimos años la recaudación de su principal componente, el SUCIVE.

Cuadro 6: cobranza descentralizada				
año	miles de UI	variación	SUCIVE	% SUCIVE
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%	599.179	58,68%
2023	1.290.931	26,44%	676.731	52,42%
2024	1.337.698	3,62%	679.509	50,80%
2025			736.762	

Fuente: IC y RAFISA

Nota: conversión UI estimada por CARE

Puede observarse que en los años en que se incluye la información del SUCIVE (2022 a 2025), su recaudación ha sido siempre creciente y que representa más del 50 % de la recaudación total. En base a eso, se puede aceptar confortablemente que la recaudación descentralizada total para 2025 no será menor a la registrada en 2024.

Como se ha dicho, esta operación atraviesa el último año de vigencia y no se prevé ningún contratiempo que ponga en riesgo su cancelación definitiva, no obstante es pertinente el análisis conjunto de la incidencia de lo que resta de este fideicomiso y las otras operaciones análogas.

En el Cuadro 1 se informan año a año los compromisos financieros asumidos hasta la fecha. Del mismo se desprende que el desembolso mayor deberá hacerse en el año 2026 por miles de UI 297.397 (al ser los compromisos decrecientes, el mayor siempre es el año presente); dicha cifra representa el 22,2 % de la cobranza descentralizada de 2024 (Cuadro 6) y 12,4 % de los ingresos totales previstos para dicho año 2026 (Cuadro 5). 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 2026 según Proyecto

remitido a la JDC, con las cesiones comprometidas en el mismo año (el de mayor monto) y con el Rubro 0 estimado en el mismo Proyecto de Presupuesto.

Cuadro 7: análisis de cobertura Rubro 0	
Concepto (millones UI)	2026
Ingresos totales de la IC	2.402
Cesiones totales año 2026	297
Excedente	2.105
Rubro 0 año 2026	1.013
Saldo disponible	1.092

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

Se puede observar que, si a los ingresos totales estimados para el año 2026 se le deducen las cesiones comprometidas a la totalidad de los fideicomisos, resta aún un remanente que más que duplica los fondos necesarios para atender al Rubro 0. Cabe reiterar una vez más 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 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; más adelante (Cuadro 9) se puede observar las expectativas sobre las principales variables macro de la economía que ratifican lo antedicho.

A modo de sensibilidad CARE simuló el efecto que tendría una caída de los ingresos de 10 % referidos al año 2026. El resultado se expresa en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: sensibilización	
Concepto (millones UI)	2026
Ingresos totales abatidos 10%	2.162
Cesiones totales año 2026	297
Excedente	1.865
Rubro 0 año 2026	1.013
Saldo disponible	852

Fuente: CARE en base a IC y RAFISA

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. 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.

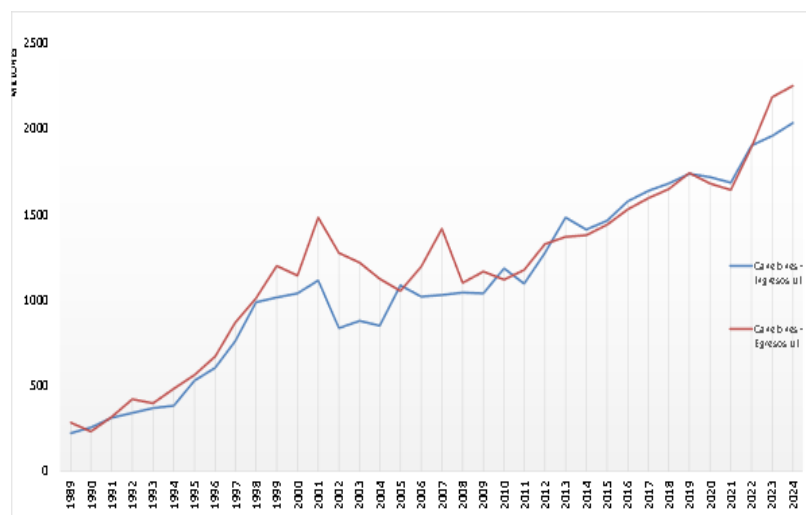
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IC con anuencia de la JDC e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado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

⁷. 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 relativo 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. Por otra parte y como ha ocurrido en otras ocasiones, el nuevo presupuesto debería corregir esta situación.

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 10/02/2026, con un índice de riesgo país de 72 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 9: Expectativas 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 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 AA. uy⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁸ . CATEGORÍA AA (90 a 94.9 puntos)

Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. **Grado de inversión óptimo con observaciones**