

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

Montevideo, marzo de 2025

| | |
|----|--|
| 4 | RESUMEN GENERAL |
| 6 | 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 CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE
"FIDEICOMISO FINANCIERO FLORIDA I"
14 - marzo - 2025**

| | |
|---|---|
| Plazo: | 12 años luego de finalizado el período de gracia ocurrido en enero de 2019. |
| Títulos de Deuda: | Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por la suma de UI 168.200.000 de Valor Nominal |
| Activo Fideicomitado: | Cesión de la Intendencia de Florida de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE). |
| Emisor: | RAFISA |
| Fideicomitente: | Intendencia de Florida (IF) |
| Amortización: | El capital de los TTDD está siendo amortizado en cuotas bimensuales, representando cada una la sexta parte de lo que corresponde amortizar cada año según criterio que se describe en la sección correspondiente de este informe. Dicha amortización comenzó una vez finalizado el periodo de gracia. |
| Pago de intereses: | En cuotas consecutivas en UI, pagaderas en los meses de febrero de cada año a partir de la fecha de cada emisión (día 5) |
| Tasa: | La tasa fijada en las emisiones fue 7 % |
| Fecha de primera emisión: | 1/6/2016 |
| Gracia: | Desde la fecha de la primera emisión hasta el mes de enero de 2019. |
| Fiduciario: | RAFISA |
| Entidad Registrante y Representante: | Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA) |
| Comité de Calificación: | Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez |
| Calificación de riesgo: | A. uy |
| Vigencia de la calificación: | hasta el 30 de noviembre de 2025. |
| Manual utilizado: | Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias Departamentales. |

Resumen General

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

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos para la realización de inversiones en obra pública por parte de la Intendencia de Florida (en adelante IF) por un importe de aproximadamente UI 164.600.000 enmarcado en el denominado Plan Estratégico Florida 2030.

A efectos de realizar dichas inversiones, la IF requirió de financiamiento para lo cual planteó la emisión de varios títulos de deuda de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso por un monto total de UI 168.200.000. El repago de los títulos está respaldado con la parte de cobranza de tributos que transfiere la IF hasta la suma equivalente a UI 290.700.000.

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

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- El presente fideicomiso se realizó al amparo de la Ley 17.703 y en su estructura se contempló la anuencia de la Junta Departamental de Florida (JDF) por, al menos, los dos tercios de votos y su remisión al Tribunal de Cuentas de la República (TCR) y resolución del Comité de Seguimiento del SUCIVE (art. 3 Ley 18.860). En tal sentido no se advierten riesgos desde el punto de vista jurídico. El tiempo transcurrido sin que se hayan verificado inconvenientes en este sentido, refuerza esta conclusión.
- La cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

Respecto de los flujos proyectados:

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda representa un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (5,7 %) y aún de la cobranza que se cede, algo menos de 26 % de la misma; en ambos casos tomando como referencia el año en que la cuota cedida es mayor. Si bien, la IF declaró oportunamente tener otra afectación de recursos, que se analizará más adelante, la misma, de producirse, tendría efectos marginales.
- No parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de patente de rodados (y demás componentes de ingresos vehiculares) por debajo del nivel exigido por esta operación.
- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IF.

Respecto de la Administración:

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos.

Respecto del entorno y el riesgo político:

- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación.
- Las obras objeto de este fideicomiso han culminado.
- La crisis sanitaria provocada por el Covid 19 no tuvo un impacto significativo en esta operación pese a la caída experimentada en la recaudación de tributos; superada la misma no se espera, al menos en el corto plazo, una nueva crisis cuya eventual magnitud no haya sido contemplada en el análisis de sensibilidad. Antes bien, ya en el año 2021 se había recuperado la recaudación del SUCIVE a niveles pre pandemia, desde entonces la tendencia creciente se ha mantenido aunque en el año 2024 tuvo una leve caída lo que no invalida la conclusión de suficiencia de la fuente cedida.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos representativos de deuda de oferta pública emitidos por REPUBLICA AFISA (en adelante RAFISA) en su calidad de Administradora Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Florida I (en adelante FFFI) por un monto total de UI 168.200.000 ya emitidos, así como un certificado de participación residual, a favor de la IF, que no se califica. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos futuro que por concepto de cobro de tributos e ingresos afines, comprendidos en el SUCIVE, es fideicomitado por la IDF a RAFISA por hasta la suma de UI 290.700.000 lo que resulta suficiente para amortizar la emisión, los intereses generados así como los gastos derivados de la creación y administración del fideicomiso.

REPÚBLICA AFISA integra este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada y la emisión de un certificado de participación a favor de la IF por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso.

Los tributos fideicomitados por parte de la IF son los derechos de crédito presentes y futuros por concepto de recaudación del impuesto a los vehículos de transporte (numeral 6º del artículo 297 de la Constitución de la República), los recargos, multas y moras, así como las multas que pudieran corresponder a los propietarios, poseedores o conductores, a los que tiene o tenga derecho la IDF (en adelante "Ingresos Vehiculares"). Estos son los recursos cedidos al SUCIVE según Ley No. 18.860 del 28/12/11. La Cesión de Créditos incluye los pagos realizados bajo el contrato de Fideicomiso SUCIVE así como los eventuales contratos que se firmen en el futuro para la cobranza de los Ingresos Vehiculares de la IDF hasta la concurrencia de todos los importes adeudados bajo el Contrato de Fideicomiso en los plazos y condiciones establecidos.

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 juicio¹.

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 corresponde².

¹ La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera.

² Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

La presente es una emisión de oferta pública, y los títulos ya fueron emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se están amortizando en cuotas bimensuales los meses de febrero, abril, junio, agosto, octubre y diciembre de cada año, una vez transcurrido el período de gracia (5/2/19). El monto a amortizar en cada instancia será una sexta parte del total a amortizar anualmente, de acuerdo al siguiente criterio: los primeros 4 años se amortizará un total anual de 6% en cada año, los posteriores 4 años se amortizará un 9% en cada año y los últimos 4 años se amortizará un 10% cada año. Los intereses se cancelarán anualmente a partir de cada mes de febrero posterior a su emisión y la tasa fue fijada en 7 %.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales 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 el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve y contó oportunamente con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe integró, como anexo, el informe de calificación original. También el comité contó, cuando fue necesario, con el asesoramiento técnico del Arq. Andrés Pfeiff según el alcance establecido en el manual elaborado por CARE a estos efectos.

2. Antecedentes generales

- La Intendencia Departamental de Florida ha decidido realizar diversas obras públicas en el Departamento por un total de, aproximadamente UI 164.600.000 enmarcadas en el denominado Plan Estratégico Florida 2030. Este monto, según cotización al 19/1/2016, equivale a USD 16.994.491 y ya fue afectado
- El financiamiento de estas obras se ha instrumentado a través de la emisión de varios títulos de deuda por un total de UI 168.200.000, el repago de los títulos está respaldado con la parte de la cobranza de tributos que transfiere la IF hasta la suma equivalente a UI 290.700.000.
- En ocasión de la calificación original se enumeraron detalladamente los pasos formales seguidos por la IF hasta la aprobación final de esta operación, tales como la aprobación de la JDF, informe del TCR entre otros. Los mismos fueron analizados en el informe de contingencias jurídicas sin que merecieran observaciones por lo que se considera innecesario reiterarlos en esta ocasión.
- Hay que tener en cuenta que en diciembre de 2013 la IF firmó un acuerdo con la UTE para reestructurar la deuda que, por concepto de alumbrado público, mantenía con dicho ente. Por el mismo, la IF cede a otro fideicomiso el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes, cediendo en garantía, además, el 10% de lo que le corresponde percibir por el SUCIVE así como la totalidad de la cobranza descentralizada de los demás tributos. Este aspecto se analiza más adelante.

- El 25/4/2019 se produjo una tercera modificación al contrato de fideicomiso. La misma refirió al numeral 14 del Anexo 2, Cartera de Tierras – Parques industriales y viviendas. A la redacción actual se le agrega: “El proyecto incluye la construcción de hasta 20 viviendas para el realojo de asentamientos.” Esta modificación no supuso alterar el presupuesto asignado al ítem.
- Los montos por obra fueron modificados posteriormente por la IF asignando excedentes del Fideicomiso.
- En ocasión de la actualización de marzo de 2021 el Comité resolvió ajustar al alza la nota conferida que quedó en A.uy; básicamente se debió al buen desempeño y al hecho de haber comenzado el periodo de amortización de los títulos.

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 y plazo, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada en esta oportunidad incluye entre otros los siguientes documentos.

- Informe de Calificación del “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público”, realizado por CARE y sus actualizaciones.
- Informe de calificación original de este Fideicomiso y actualizaciones correspondientes
- Recaudación SUCIVE de la IF actualizada a diciembre de 2024.
- EE CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2024.
- EE CC del Fideicomiso al 31/12/2024.

4. Hechos salientes del período

- La recaudación del SUCIVE, ya recuperada a niveles pre pandemia, registró una leve caída en el pasado año 2024 pero nada hace suponer que se haya revertido una tendencia generalmente creciente.
- Una vez más, el Fideicomiso ha hecho uso de su facultad para el pago anticipado de la cuota anual e intereses en el mes de febrero de 2025, beneficiándose con un desembolso menor por concepto de intereses. En este caso, el pago fue de \$ 136.035.798,72 según informó RAFISA a CARE (equivalente a unos UI 22 millones).

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán adquiridos por el o los beneficiarios, en oferta pública. Los bienes fideicomitados 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 a los vehículos automotores. Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

| | |
|----------------------------------|---|
| Títulos: | Títulos representativos de deuda |
| Moneda: | Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión |
| Monto de Emisión: | UI 168.200.000, según cronograma previsto |
| Interés: | Se fijó en 7% lineal anual en UI |
| Plazo: | 12 años a partir de finalizado el periodo de gracia, es decir, enero de 2019. Fecha de finalización prevista, febrero de 2030. |
| Pago de intereses: | Los intereses de los Títulos de Deuda serán cancelados en cuotas consecutivas en UI, pagaderas en febrero de cada año posterior a su fecha de emisión. |
| Amortización del capital: | El capital de los Títulos de Deuda se está amortizando en cuotas bimensuales en UI desde el vencimiento del período de gracia. Cada cuota equivaldrá a la sexta parte de lo que corresponda amortizar cada año según el siguiente criterio: los primeros 4 años serán del 6 % del total emitido; los 4 siguientes del 9 % y los 4 últimos del 10 %. El primer vencimiento fue el 5 de febrero de 2019. El Prospecto prevé una forma de pago anticipado. |
| Activo fideicomitado: | Flujo de Fondos por hasta UI 290.700.000 provenientes de los créditos presentes y futuros que la IF tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE por concepto de los pagos que por tributos, precios y otros ingresos departamentales efectúen sus contribuyentes y clientes, independientemente de quién sea en el futuro el fiduciario administrador del SUCIVE. |
| Calificación de Riesgo: | A. uy |

Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos y de un financiamiento a largo plazo que trasciende el período de la actual administración municipal, el análisis jurídico es básico para blindar el negocio financiero. Resulta clave por tanto a juicio del Comité de Calificación de CARE la legitimación de todo lo actuado.

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó el informe de calificación original como Anexo 1.

Del mismo, se extrae la conclusión final:

“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas 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. En función de los análisis realizados se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *Riesgo bajo*.

III. LA 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 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.

| Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$) | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|
| Concepto | 30-Jun-24 | 31-Dec-23 | 31-Dec-22 |
| Activo | 1.094.603 | 1.042.188 | 948.196 |
| Activo Corriente | 173.801 | 154.257 | 134.716 |
| Activo no Corriente | 920.802 | 887.931 | 813.480 |
| Pasivo | 106.833 | 107.225 | 94.486 |
| Pasivo Corriente | 74.382 | 76.809 | 62.770 |
| Pasivo no Corriente | 32.451 | 30.416 | 31.716 |
| Patrimonio | 987.769 | 934.963 | 853.709 |
| Pasivo y Patrimonio | 1.094.603 | 1.042.188 | 948.196 |
| Razón Corriente | 2,34 | 2,01 | 2,15 |

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 2: 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) |
| Resultado Operativo | 104.527 | 94.250 | 141.185 |
| Resultados Diversos | - | 32 | - |
| Resultados Financieros | 4.011 | (10.213) | (9.481) |
| Resultados antes IRAE | 108.538 | 84.069 | 131.704 |
| IRAE | (15.793) | (19.507) | (30.349) |
| Resultados del periodo | 92.745 | 64.562 | 101.355 |
| Otro resultado integral | 61 | 67 | (5.970) |
| Resultado integral del periodo | 92.806 | 64.629 | 95.385 |

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 contrato que dio forma al Fideicomiso se celebró entre RAFISA y la IF el 30 de diciembre de 2015. El 10 de mayo de 2016, la Dirección General de Registros otorgó su autorización de forma definitiva y el 1 de junio del mismo año se produce la primera emisión por UI 31.958.000 por lo que puede decirse que en esa fecha comienzan sus actividades.

En el mes de mayo de 2018 se produjo la última emisión habiéndose completado en esa fecha el total previsto de UI 168.200.000. La tasa contractual aplicable es del 7 % lineal anual en UI desde la fecha de emisión hasta su cancelación total.

El estado de situación patrimonial del Fideicomiso al 31/12/2024 se informa resumidamente en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)

| Concepto | 31-Dec-24 | 31-Dec-23 | 31-Dec-22 |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo | 758.092 | 819.222 | 873.834 |
| Activo Corriente | 196.040 | 185.156 | 175.185 |
| Activo no Corriente | 562.053 | 634.066 | 698.649 |
| Pasivo | 647.914 | 714.712 | 774.652 |
| Pasivo Corriente | 134.198 | 133.698 | 133.292 |
| Pasivo no Corriente | 513.716 | 581.014 | 641.360 |
| Patrimonio | 110.178 | 104.509 | 99.183 |
| Pasivo y Patrimonio | 758.092 | 819.222 | 873.834 |
| Razón Corriente | 1,46 | 1,38 | 1,31 |

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Culminado el periodo de gracia, a partir de febrero de 2019 comenzó el periodo de amortización según régimen descripto en la Sección II del presente informe.

Como se informa en otra sección, una vez más el Fideicomiso hizo uso de la opción de pagar anticipadamente la totalidad del importe anual de amortización, con los intereses correspondientes, por lo que el cronograma restante para cancelación de los títulos se ilustra en el cuadro siguiente.

| Cuadro 4: cronograma faltante (miles UI) | | | | |
|---|-----------------|---------------------|------------------|--------------------|
| año | cesiones | amortización | intereses | Total pagos |
| 2026 | 23.050 | 15.138 | 5.769 | 20.907 |
| 2027 | 23.600 | 16.820 | 4.710 | 21.530 |
| 2028 | 22.500 | 16.820 | 3.532 | 20.352 |
| 2029 | 21.300 | 16.820 | 2.355 | 19.175 |
| 2030 | 19.500 | 16.820 | 1.177 | 17.997 |
| Totales | 109.950 | 82.418 | 17.543 | 99.961 |

Fuente: RAFISA

Puede observarse la suficiencia de los ingresos esperados del Fideicomiso en relación a los pagos a realizar para cancelar los títulos.

Se recuerda que el plan base de amortización es de cuotas bimensuales, la opción de cancelación anticipada en cada año es facultativa del Fideicomiso en función de sus disponibilidades beneficiándose de un menor pago de intereses. El pasado mes de febrero se abonaron unos \$ 136 millones, equivalentes a casi UI 22 millones por concepto de amortización e intereses. El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones.

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 y dado el tiempo transcurrido sin que ocurriera nada de ello, 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.

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 el fiduciario recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza de patentes de vehículos y demás ingresos vehiculares de la IF y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda emitidos alcanzaron el total autorizado de UI 168.200.000; los mismos se están amortizando en cuotas bimensuales (eventualmente el Fideicomiso puede optar cada año por amortizar anticipadamente en el mes de febrero, cosa que ha venido haciendo) a partir de febrero de 2019. Cada cuota será la sexta parte del importe anual que corresponderá amortizar según el siguiente régimen: los 4 primeros años 6 %; los 4 siguientes 9 % y los 4 últimos 10 %. El cronograma de pagos restante por concepto de amortización e intereses se expone en el Cuadro 4.

Para hacer frente a estos compromisos y los derivados de la administración del Fideicomiso, la IDF ha cedido tributos según cronograma que se informa en el mismo Cuadro 4 en la columna denominada "cesiones".

En definitiva, se puede observar que el activo subyacente así definido luce más que suficiente para atender los compromisos contraídos.

Relación de los compromisos en el presupuesto de la IF

Interesa conocer cuanto representa este compromiso que asume la IF respecto al total de sus ingresos por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE) y aún respecto a la totalidad de sus ingresos.

En tal sentido, se contó con el presupuesto vigente que rige por el período 2021 – 2025; el mismo es presentado en moneda nacional a valores del 1/1/2021. De forma de facilitar la comparación, CARE convirtió dichas cifras a UI según cotización al 30/6/2021 (\$ 4,9678). El resultado, para los rubros más relevantes, se expone en el siguiente cuadro, expresados en miles de UI.

| Cuadro 5: Presupuesto IDF 2021 - 2025 (miles de UI) | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Concepto | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Total Ingresos | 375.820 | 404.204 | 420.709 | 421.312 | 421.312 |
| Ingresos origen departamental | 201.498 | 225.653 | 241.757 | 241.757 | 241.757 |
| Ingresos origen nacional | 174.323 | 178.550 | 178.952 | 179.556 | 179.556 |
| Total Egresos | 359.113 | 382.463 | 398.567 | 399.171 | 399.171 |
| Rubro 0 | 214.783 | 213.978 | 214.985 | 216.192 | 216.997 |
| Bienes de uso y demás gastos | 121.986 | 152.180 | 169.894 | 168.284 | 158.622 |
| Aplicaciones financieras | 22.344 | 16.305 | 13.688 | 14.695 | 23.552 |

Fuente: Decreto de la JDF No. 12/21; Resolución T de C No. 2007/2021; Resolución JDF No. 34/21
NOTA: no incluye Presupuesto Junta Departamental por UI 22 millones anuales

En lo que respecta a la recaudación por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE), se informa su evolución en el cuadro siguiente hasta el año 2024 inclusive.

Cuadro 6: Recaudación SUCIVE

| Año | miles de UI | variación % |
|------|-------------|-------------|
| 2012 | 48.943 | |
| 2013 | 70.548 | 44,14% |
| 2014 | 80.365 | 13,92% |
| 2015 | 75.056 | -6,61% |
| 2016 | 75.411 | 0,47% |
| 2017 | 78.858 | 4,57% |
| 2018 | 83.158 | 5,45% |
| 2019 | 79.480 | -4,42% |
| 2020 | 75.488 | -5,02% |
| 2021 | 82.732 | 9,60% |
| 2022 | 86.003 | 3,95% |
| 2023 | 94.862 | 10,30% |
| 2024 | 93.271 | -1,68% |

Fuente: CARE en base información RAFISA

Se puede comprobar que la recaudación del SUCIVE es más que suficiente para afrontar las cesiones comprometidas (ver Cuadro 4). En efecto, mientras que la recaudación alcanzada para el año 2024 fue de (miles) UI 93.271, el año de mayor compromiso (siempre es el próximo al ser los compromisos decrecientes), en este caso el año 2025 alcanza la cifra de (miles) UI 24.050, o sea, representa poco menos del 26 % de lo recaudado el año anterior.

Puede comprobarse, además, que después de superada la crisis sanitaria la recaudación retomó la tendencia creciente con la excepción del último año pero que no invalida la conclusión de suficiencia de lo fideicomitado.

Si se compara la cesión comprometida para el año 2025, miles de UI 24.050 (Cuadro 4) con los ingresos esperados de la IF que, según el Cuadro 5 serían del orden de UI 421 millones para el mismo año 2025, representaría algo menos del 6 %.

Otras cesiones

La IF no ha informado de nuevas operaciones financieras de este tipo que afecten sus recursos.

Se mantiene la misma que CARE viene considerando en anteriores informes. En diciembre de 2013, pero con vigencia a partir de agosto de 2014, la IF firmó un acuerdo con la UTE para reestructurar la deuda que, por concepto de alumbrado público, mantenía con dicho Ente. Por el mismo, la IF cede a un fideicomiso el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes, cediendo en garantía, además, el 10% de lo que le corresponde percibir por el SUCIVE así como la totalidad de la cobranza descentralizada de los demás tributos.

El monto total comprometido en esa operación alcanza la cifra de (miles) UI 16.595 a pagar en 20 cuotas anuales de (miles) UI 830. CARE ha calificado dicho Fideicomiso y en el caso de la IF evaluó como muy improbable que tuviera que recurrir al uso de la garantía ya que el subsidio a que tiene derecho, hasta la fecha ha superado holgadamente la cuota comprometida. Por otra parte, se trata de una cifra del orden del 1 % del SUCIVE anual por lo que se considera marginal aún en el hipotético caso que deba usarse.

Analizados dichos compromisos, se concluye que no afectan el desempeño de este Fideicomiso tal como se desprende a continuación en el análisis de sensibilidad.

Sensibilización

No resulta pertinente vincular el riesgo de modo estrecho con la realidad económica actual de la IF. Solo puede mencionarse que no resulta posible que la Intendencia deje de funcionar, o que deje de recaudar conforme a lo establecido.

Superado el impacto económico producido por la pandemia, particularmente en el año 2020, ningún analista pronostica, al menos en el corto plazo una caída en el PBI de la magnitud registrada en la última gran crisis (2001-2002) ni aún similar a la verificada más recientemente con motivo de la pandemia.

No parece pertinente entonces simular una crisis de la magnitud de la mencionada (y ocurrida hace más de 20 años) en que la recaudación de los tributos municipales cayó un 14 % (recaudación agregada de todas las Intendencias excepto la de Montevideo)³. No obstante, a modo de sensibilización, se establece la eventualidad de un escenario similar al producido más recientemente en ocasión de la crisis sanitaria mundial. En esa ocasión, la recaudación del tributo fideicomitado por la IF cayó en el 2020 un 5 % en términos reales (ver Cuadro 6).

Al respecto se presenta el cuadro siguiente en donde se supuso una caída en los ingresos totales de la IF (año 2025) del 10% (nótese que en 2020 la recaudación cayó 5 %) y se le compara con los compromisos derivados de este fideicomiso para el año 2025 (cesión comprometida) y para estresarlo aún más, se agregó la eventualidad del compromiso con la UTE; el resultado se le compara con el total del Rubro 0 presupuestado para el mismo año.

Cuadro 7: Ingresos de la IF 2025 abatidos 10 % (miles de UI)

| | |
|-----------------------------|----------------|
| Total Ingresos | 379.181 |
| Compromiso con Fideicomisos | (24.880) |
| Rubro 0 | (216.997) |
| Excedente | 137.304 |

Fuente: CARE en base IF y RAFISA

Aún en este escenario, extremadamente negativo, el análisis de suficiencia es satisfactorio. Es claro también que el SUCIVE abatido en 10 % es más que suficiente para hacer frente a dicha cuota. En efecto, si a la recaudación anual lograda en 2023, del orden de (miles) UI 94.862, se le aplica una caída del 10 %, se obtendría una cifra del orden de (miles) UI 85.376, muy superior a los (miles) UI 24.880 requeridos según cuadro precedente. Téngase en cuenta, además, que en los años 2019 y 2020, se produjo una caída agregada en la recaudación del SUCIVE del orden del 9,5 % lo que en sí mismo supuso un escenario de sensibilización severa (Cuadro 6) sin que significara un inconveniente para que la IF cumpliera sus compromisos con el Fideicomiso. A partir de 2021, esa caída en la recaudación se recuperó retomándose la tendencia creciente. El hecho que el año 2024 parecería marcar una estabilidad en la misma no invalida la conclusión, máxime cuando los compromisos asumidos son decrecientes.

³. Cabe decir, además, que en dos años se normalizó la situación

Riesgos considerados

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

Riesgo por descalce de monedas. En este caso este riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación (UI) y la recaudación municipal se realiza en pesos que se puede suponer confortablemente que también se ajustarán según la inflación por el período de amortización del título que se emite. *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 generarlos. No hay por tanto un mercado a analizar ya que los flujos se generan por decisión política de la IF (o el Gobierno Nacional en su caso), y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos.

Riesgos considerados

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

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

1. Por una parte podemos juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aún cambiando los gobiernos nacionales o municipales. Esto también es válido a partir del último cambio en la administración municipal ocurrido en 2020.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara un déficit municipal difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aún existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IF con anuencia de la JDF 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.

Con respecto a los temas presupuestales⁴, el comportamiento de la administración actual no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación descentralizada se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones.

⁴ CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intenciones.

La información presupuestal de la IF se refleja en la gráfica siguiente pudiéndose observar un razonable equilibrio entre ingresos y egresos.



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 13/03/2025, con un índice de riesgo país de 97 puntos (UBI Republica AFAP), 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.

CUADRO 8: Exptativas 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, tanto la propia como la proveniente de transferencias, muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad (que recoge lo sucedido en la recesión de 2001 y 2002); 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 el estructurador como 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 inversor⁵.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁵. **CATEGORÍA 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. **Grado de inversión con observaciones.**