

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

Montevideo, setiembre 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 EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DE
"FIDEICOMISO FINANCIERO FLORIDA I"
17 - septiembre - 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,

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

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 experiment

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 calific

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

- 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.

II. LOS TÍTULOS 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

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

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

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30-Jun-25	30-Jun-24	31-Dec-24
Ingresos Operativos	281.773	264.495	501.792
Costo de los servicios	(106.095)	(98.424)	(220.973)
Resultado Bruto	<		

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.

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)	
--	--

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

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	-6,6

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

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 datos parciales de 2025 sugieren que se retomaría la tendencia creciente.

Riesgos considerados

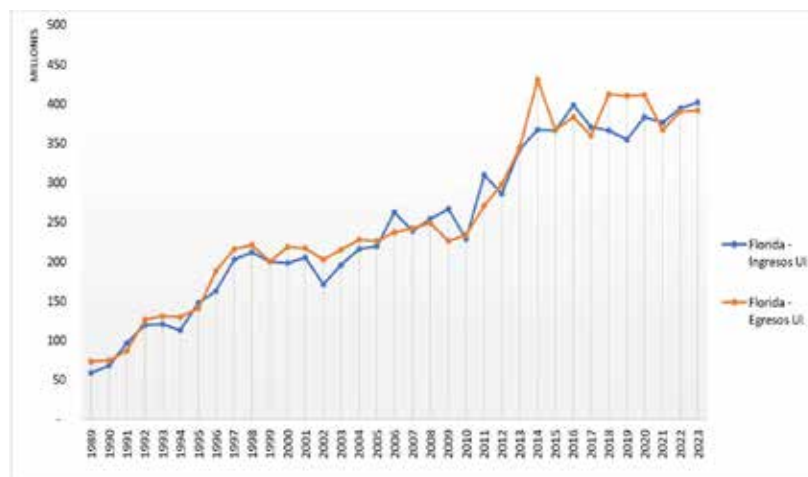
Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior es clara la capacidad de generar los flujos en el plazo adecuado. Los riesgos para que no se generen en tiempo y forma tendrían que ver solo con decisiones de política pública que no corresponden a este capítulo. *Riesgo casi nulo.*

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.

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.



CUADRO 8: Expectativas y metas macroeconómicas

Uruguay (1)	2024	2025	2026	2027
PIB: Variación Real	3,10%	2,60%	2,20%	2,40%
Inflación	4,80%	4,70%	4,10%	4,40%
Tipo de cambio (USD) al final del periodo	44,00</			

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