

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

Montevideo, setiembre de 2025

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 CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL
"FIDEICOMISO FINANCIERO DE OBRAS DE RÍO NEGRO I"
18 - setiembre - 2025**

Plazo:	hasta el 15 de febrero de 2030
Títulos representativos:	de deuda escriturales de oferta pública por un monto total de UI 81.514.286.
Activo Fideicomitado:	Cesión de la Intendencia de Río Negro de la cobranza que le corresponde del SUCIVE.
Fiduciario y agente de pago:	República AFISA (RAFISA)
Fideicomitente:	Intendencia de Río Negro (IRN)
Amortización:	en 12 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI en cada mes de febrero posterior a la fecha de emisión. La primera venció el 15 de febrero de 2019 y la última lo hará el 15 de febrero de 2030.
Pago de intereses:	en los meses de febrero, junio y octubre de cada año posterior a la fecha de emisión.
Fecha de emisión:	13/6/2018
Tasa:	8 % lineal anual en UI sobre saldos
Análisis Jurídico:	Asesor Legal de CARE (Dr. Leandro Rama)
Fiduciario:	República AFISA
Administración y pago:	República AFISA
Comité de Calificación:	Julio Preve y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A+.uy
Vigencia:	30 de abril de 2026 ¹
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Generadas por Intendencias Departamentales

¹ . La calificación puede variar en cualquier momento ante la aparición de hechos relevantes que lo ameriten

Resumen General

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

El objeto de esta emisión, según se detalla en los antecedentes, consistió en la generación de recursos para poner a disposición de la IRN los dineros necesarios con los cuales cancelar determinados pasivos y continuar con la ejecución del plan de obras que se adjuntara como Anexo 1 en el Prospecto Informativo.

El repago de los títulos está respaldado con la parte de cobranza de tributos, provenientes del SUCIVE, que la IRN cedió al fideicomiso por la suma equivalente a UI 176.500.000.

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- La inexistencia de riesgo de estructura, tal como se informó en la calificación original.
- La garantía adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada en función del diseño del instrumento aunque con las limitaciones propias del mercado de capitales uruguayo.

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza del SUCIVE correspondiente a la IRN.
- La cesión de tributos comprometida para el pago de los títulos de deuda de este fideicomiso representa un porcentaje del orden del 2,3 % de los ingresos totales de la IRN (año 2025) y 13,7 % de la recaudación del SUCIVE 2024, respetando el tope establecido.
- El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones

Respecto del entorno y el riesgo político:

- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar negativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación. Esto es así aun en la perspectiva de los naturales cambios en la administración municipal.
- El destino de la emisión fue consistente con lo aprobado oportunamente por las autoridades competentes tal como se desprende del Informe de Análisis de Contingencias Jurídicas que se adjuntara como Anexo 1 de la calificación original.

- El objeto que motivó esta emisión ya fue cumplido.
- Superada la crisis sanitaria, que representó una caída del 2,13 % en la recaudación del SUCIVE, no se prevé, al menos en el corto plazo, otra crisis de una magnitud tal que no haya sido contemplado en el análisis de sensibilidad. Desde entonces la recaudación ha venido creciendo en términos de UI con excepción del año 2024, sin embargo, la información parcial del año 2025 sugiere que se estabilizó.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública emitidos por República Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima (en adelante República AFISA) por un monto total de hasta UI 86.723.810; realizada la emisión el 13/6/2018 resultó ser de UI 81.514.286. Estos títulos se emitieron con el respaldo del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos por hasta la suma de UI 176.500.000 provenientes de los créditos que el Fideicomitente tiene derecho a recibir del Fideicomiso SUCIVE o quien lo suceda o sustituya.

Con el producido de la colocación de los Títulos el Fiduciario procedió a:

1. Integrar la suma de UI 19.000.000 para incorporarlos al patrimonio del fideicomiso en cumplimiento de la finalidad del mismo (obra pública)
2. Transferir los fondos remanentes al titular de los Títulos de Deuda de oferta privada como rescate al amparo de lo dispuesto en la cláusula 8.4 de la redacción original del Contrato de Fideicomiso y extinguiendo de pleno derecho los Títulos de Deuda de oferta privada. En consecuencia, el exceso de oferta por encima de la par aprovechó a la tenedora de los títulos de oferta privada.

Como forma de asegurar la efectiva extinción de los Títulos de Deuda de oferta privada, en forma previa a la emisión, la firma entregó en custodia al Fiduciario tales títulos e instruyó a este para que en forma irrevocable los extinguiera con los fondos provenientes de la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública.

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 juicio².

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"³.

La presente es una emisión de oferta pública, y los títulos fueron emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003.

² La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera.

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los 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 Folle y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe integró la calificación original como Anexo 1.

2. Antecedentes

- Con el objeto de ejecutar un determinado plan de obras públicas, se constituyó, por Contrato de Fideicomiso de fecha 10 de abril de 2015, el "Fideicomiso Financiero de Obras de Río Negro I" entre la IRN (Fideicomitente) y RAFISA (Fiduciaria). El plan de obras públicas a ser desarrolladas por la IRN, en el Departamento de Río Negro, por hasta la suma de USD11:400.000 (dólares estadounidenses once millones cuatrocientos mil) se encontraba descripto en el Anexo I del referido Contrato de Fideicomiso.
- Con esa finalidad, la Fiduciaria fue contratada por la Fideicomitente para emitir un programa de títulos de deuda de oferta privada, por hasta el monto de UI 95.000.000, con el respaldo de los créditos que la Intendencia de Río Negro tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE. En virtud de ello, la Intendencia cedió al fideicomiso créditos correspondientes a los ingresos obtenidos por la Intendencia del SUCIVE, por el cobro de los Ingresos Vehiculares y otros ingresos que recaude el SUCIVE, por hasta el monto de UI 176.500.000.
- En este escenario, la Fiduciaria procedió a emitir y colocar los títulos de deuda de oferta privada de acuerdo con los Términos y Condiciones del Programa de Emisión de Títulos de Oferta Privada establecidos en el Contrato de Fideicomiso. Dicho programa de emisión se realizó por hasta la suma de UI 95.000.000 (Unidades indexadas noventa y cinco millones) durante el plazo de 2 años; la suma final emitida fue de UI 81.514.286.
- De conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y la propuesta recibida por Jayland Assets Inc., el Fideicomiso procedió a colocar y emitir, en primer grado y en forma privada, a favor de Jayland Assets Inc. 3 (tres) Títulos de Deuda de Oferta Privada, cuyo detalle se incluye a continuación:

Título de Deuda N° 01/15 por UI 21.000.000 (Unidades Indexadas veintiún millones)

Título de Deuda N° 02/15 por UI 25.000.000 (Unidades Indexadas veinticinco millones)

Título de Deuda N° 03/16 por UI 30.000.000 (Unidades Indexadas treinta millones)

- De acuerdo a lo solicitado por el Fideicomitente y lo aceptado por Jayland Asset Inc. la integración de los fondos al Fideicomiso correspondiente con el Título N° 4 (UI 19 millones) se realizó con el producido de la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública. De haber sido insuficiente operaba un contrato de underwriting que no fue necesario por UI 19.000.000. En función del mismo, para el caso que no hubiesen existido ofertas de suscripción suficientes para los Títulos de Deuda de oferta pública, el Underwriter aseguraba al Fiduciario la integración de los fondos necesarios para completar el total de fondos previstos para la finalidad del Fideicomiso.
- Con fecha 15 de junio de 2017 Jayland Asset Inc. cedió sus derechos sobre los Títulos de Deuda de oferta privada a FICG LLC y en virtud de ello quedó colocado en su mismo lugar y con sus mismos derechos en el procedimiento de rescate de los Títulos de deuda de oferta privada.
- Adicionalmente, el Contrato de Fideicomiso contenía en la cláusula 8.4. el derecho a favor del titular de los títulos de deuda de oferta privada de solicitar el rescate de dichos títulos con los fondos provenientes de la emisión de Títulos de Deuda de oferta pública. A tales efectos, con fecha 25 de noviembre de 2016, habiéndose integrado el 75% del monto total y con el compromiso de asegurar en la forma establecida en el párrafo anterior el importe que restaba integrar sea por colocación directa en el mercado de los Títulos de Deuda de oferta pública o bien por uso del contrato de Underwriting, Jayland Asset Inc. hizo uso de la opción prevista en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso.
- En este marco, con fecha 29 de diciembre de 2016, la Junta Departamental de Río Negro otorgó la anuencia necesaria a los efectos de llevar adelante la modificación del Contrato de Fideicomiso a Oferta Pública, tal como lo establece el art. 273 de la Constitución y los artículos 19 y 20 de la Ley Orgánica Municipal 9.515 del 28/10/1935
- En función de lo establecido, se resolvió instruir a la Fiduciaria para que iniciara el procedimiento establecido por el Banco Central del Uruguay con el objetivo de modificar el Contrato de Fideicomiso. En función de eso, con los fondos que ingresaran por la colocación de los Títulos de Deuda de oferta pública se rescatarían y extinguirían los Títulos de Deuda de oferta privada. La Junta Departamental de Río Negro, nuevamente otorgó la anuencia necesaria a esta modificación.
- El plan de obras original, con un presupuesto de USD 11.4 millones, tenía principio de ejecución a la fecha de elaboración de este fideicomiso.
- Finalmente, se dispuso celebrar la modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero de oferta privada denominado "Fideicomiso Financiero Obras de Río Negro" entre la IRN y RAFISA según el texto aprobado por Resolución de la Junta Departamental de Río Negro No. 148/17 del 27/10/17 y cuya futura emisión de valores públicos es la que se califica.
- El 9 de febrero de 2018 se realizaron algunas modificaciones en el contrato de fideicomiso que no alteraron la calificación original. No obstante, CARE, con fecha 2/04/18 la actualizó, adjuntándose el informe a la misma como Anexo II.

- El 15/5/2018 el BCU autorizó la emisión de títulos de deuda de oferta pública por UI 81.514.286 los que fueron emitidos el 13/6/2018.
- Al cierre del ejercicio 2020 se dio cuenta de un desembolso de \$ 40 millones en el año con lo que se llega a un acumulado del orden de USD 11 millones (considerando la ejecución del plan de obras original desde el comienzo y que tenía un presupuesto de USD 11.4 millones). En consecuencia, desde entonces se considera cumplido dicho objetivo.

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 al momento de esta actualización de calificación fue la siguiente

- Calificación original de este Fideicomiso realizada por CARE y actualizaciones posteriores.
- Información actualizada al mes de julio de 2025 inclusive de la cobranza del SUCIVE correspondiente a la IRN.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025.
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025

4. Hechos salientes del periodo.

Tras la caída de recaudación del SUCIVE registrada en el año 2024 respecto al año anterior, la información parcial disponible para el primer semestre del corriente año sugiere que la misma se mantiene estable. El análisis de suficiencia practicado por CARE sigue siendo satisfactorio.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos escriturales representativos de deuda de oferta pública a ser emitidos por el Fiduciario y un certificado de participación por el eventual remanente que tiene como beneficiario a la IRN que no se califica. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometido a partir de la cesión, por parte del Fideicomitente, de la recaudación a que tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE con el límite establecido en el contrato (30 % del total anual).

1. Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

Títulos:	Títulos escriturales representativos de deuda
Fideicomitente:	Intendencia Departamental de Río Negro
Fiduciaria y Agente de Pago:	República AFISA
Entidad Registrante y Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo SA
Underwriting:	Gastón Bengochea y Cía. Corredor de Bolsa S.A.
Moneda:	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión.
Monto de la Emisión:	UI 81.514.286
Fecha de emisión:	13/06/2018
Interés:	8 % lineal anual en UI 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 febrero de 2030
Pago de intereses:	Los intereses de los Títulos de Deuda serán pagaderos en los meses de febrero, junio y octubre de cada año a partir de su fecha de emisión.
Amortización del capital:	El capital de los Títulos de Deuda será amortizado en 12 cuotas anuales, iguales y consecutivas en UI en cada mes de febrero (día 15) posterior a su fecha de emisión. La primera venció en febrero de 2019 y la última lo hará en febrero de 2030.
Calificación de Riesgo:	A+ uy

2. Análisis Jurídico

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos corresponde verificar la voluntad de las partes y sus respectivas obligaciones en los contratos, así como el juicio acerca de la legitimación de todas ellas para realizar los negocios que se señalan.

El análisis realizado por el asesor jurídico de CARE, verificó la naturaleza jurídica, la capacidad y legitimación de las partes en el contrato de fideicomiso; de los propios títulos de deuda; de la adecuación de las figuras creadas a la legislación sobre fideicomiso financiero y demás normas; de la forma como se vinculan todas esas figuras entre sí y con el Estado, etc. El análisis jurídico completo practicado por el Dr. Leandro Rama culmina diciendo:

“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al 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 y dado el tiempo transcurrido sin que se registraran dificultades, se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante cualquier eventualidad o decisión del beneficiario constituye un atributo que el título tiene por cómo se lo ha diseñado más allá de las características del mercado uruguayo. *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 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Activo Corriente	171.045	185.025	154.257
Activo no Corriente	1.009.035	999.946	887.931
Pasivo	108.903	131.997	107.225
Pasivo Corriente	73.962	100.178	76.809
Pasivo no Corriente	34.941	31.818	30.416
Patrimonio	1.071.178	1.052.974	934.963
Pasivo y Patrimonio	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Razón Corriente	2,31	1,85	2,01

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del semestre finalizado en junio 2025, la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30-Jun-25	30-Jun-24	31-Dec-24
Ingresos Operativos	281.773	264.495	501.792
Costo de los servicios	(106.095)	(98.424)	(220.973)
Resultado Bruto	175.678	166.071	280.818
Gastos administrativos	(63.980)	(61.543)	(112.582)
Resultado Operativo	111.698	104.527	168.237
Resultados financieros	(13.368)	4.011	18.827
Resultados antes de IRAE	98.329	108.538	187.064
IRAE	(16.186)	(15.793)	(29.174)
Resultado del Ejercicio	82.143	92.746	157.890
Ajustes integrales	61	61	(364)
Resultado integral del periodo	82.204	92.806	157.526

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2025, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

El Fideicomiso

Mediante contrato celebrado el 10/7/2015 entre RAFISA y la IRN se constituyó el presente Fideicomiso. El BCU autorizó una emisión de UI 81.514.286 con fecha 15/5/2018 la que se llevó a cabo el 13/6/2018.

Con el producido de la emisión, el Fideicomiso canceló los saldos de los títulos 1, 2 y 3 de oferta privada por UI 62.514.286 según se da cuenta en la sección de antecedentes; de esta forma se cumplió con uno de sus objetivos centrales; en cuanto al financiamiento de obra pública, también se le consideró cumplido desde el año 2020.

El estado de situación financiera al cierre intermedio de junio de 2025 se informa resumidamente en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	257.139	297.843	329.274
Activo Corriente	71.857	73.150	73.441
Activo no Corriente	185.282	224.694	255.833
Pasivo	217.064	255.778	284.094
Pasivo Corriente	44.069	46.252	44.699
Pasivo no Corriente	172.995	209.526	239.395
Patrimonio	40.075	42.066	45.180
Pasivo y Patrimonio	257.139	297.843	329.274
Razón Corriente	1,63	1,58	1,64

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En febrero de 2019 dio comienzo el período de amortización, el que se viene cumpliendo normalmente, la última de las cuotas anuales se pagó el pasado mes de febrero del corriente año por UI 6.8 millones. Se recuerda que los pagos por este concepto se realizan en forma anual, en cambio los intereses se abonan cada cuatro meses (los meses de febrero, junio y octubre) en consecuencia, a la fecha solo resta abonar la cuota de intereses correspondiente al mes de octubre próximo. Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones.

En el cuadro siguiente se expone el cronograma de fondos a recibir y pagos a realizar por concepto de amortización e intereses hasta la cancelación de los títulos una vez concluido el primer semestre de 2025.

Cuadro 4: Cronograma de fondos a recibir y pagos (miles UI)

año	a recibir	amortización	intereses	total pagos	Saldo
2025	5.400		1.269	1.269	33.965
2026	10.200	6.793	2.717	9.510	27.172
2027	9.800	6.793	2.174	8.967	20.379
2028	9.400	6.793	1.630	8.423	13.586
2029	8.900	6.793	1.087	7.880	6.793
2030	7.500	6.793	543	7.336	-
Total	51.200	33.965	9.421	43.386	

Fuente: CARE en base RAFISA

Nota: Intereses, 8 % anual s/ saldos, estimados por CARE

Los montos a recibir en concepto de cesiones de crédito y a pagar por intereses por lo que resta del corriente año fueron estimados por CARE.

Puede observarse de la sumatoria de amortización e intereses que los montos fideicomitados son suficientes.

Riesgos considerados:

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior resulta muy poco probable. *Riesgo 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. RAFISA recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza del Fideicomiso SUCIVE y que corresponde a la IRN y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Conforme surge del Contrato de Fideicomiso y las resoluciones de la Junta Departamental de Río Negro, el monto total cedido al Fideicomiso no puede exceder el 30% anual de la recaudación que la IRN tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE.

De conformidad con lo establecido en la cláusula 6.2 en la redacción dada por la Modificación al Contrato de Fideicomiso, dicho tope fue fijado con relación a la recaudación efectivamente percibida en el año 2015 ajustada por la variación del IPC.

Asimismo, respecto de los créditos, la IRN declara que no existen sobre ellos ninguna obligación, carga, gravamen o vicio que limite o restrinja el ejercicio de los derechos incorporados en ella, no habiendo sido cedidos o prometidos en cesión a terceros o afectados por la Fideicomitente como garantía del pago de otras obligaciones a favor de terceros.

Tal declaración expresamente refiere a una previa afectación preferente a favor del Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración de Deudas de Intendencias por Alumbrado Público en garantía del Acuerdo de Reestructuración de Deuda suscrito el 23/12/2013 por dicha Intendencia con la UTE por deudas por alumbrado público. Asimismo, se compromete a notificar a CARE ante cualquier nueva deuda que contraiga y que afecte los bienes fideicomitados. A la fecha de esta actualización, ello no ha ocurrido.

Flujos a recibir y desembolsar por parte del fideicomiso

Los flujos a recibir y desembolsar una vez conocida la cifra emitida fueron recalculados y son los que se exponen en el Cuadro 4.

Se puede comprobar que las cesiones anuales son superiores a los compromisos que demanda la cancelación de los títulos incluyendo los intereses. Asimismo, se genera un excedente que resulta suficiente para cubrir los gastos que demanda la administración del Fideicomiso.

Suficiencia del SUCIVE

Interesa saber si la IRN está en condiciones de afrontar el compromiso de cesión de tributos a partir de la recaudación que le corresponde del SUCIVE.

En tal sentido se dispuso de la información referida a la recaudación anual hasta 2024 inclusive según se puede ver en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: SUCIVE (miles UI)

año	total	30%	Variación %
2016	56.223	16.867	
2017	58.649	17.595	4,31
2018	61.940	18.582	5,61
2019	63.909	19.173	3,18
2020	62.546	18.764	(2,13)
2021	68.616	20.585	9,70
2022	71.201	21.360	3,77
2023	77.771	23.331	9,23
2024	74.607	22.382	(4,07)

Fuente: CARE en base a RAFISA

Puede observarse que la recaudación de 2024 experimentó una caída respecto al año anterior; no obstante, es el segundo mayor monto registrado en la serie analizada por lo que en nada afecta el análisis de suficiencia. Por otra parte, nada indica que se trate de un cambio de tendencia. De hecho, la información disponible de la recaudación del SUCIVE a julio 2025 indica que es similar en términos de UI a la del mismo periodo del año anterior lo que sugiere que la caída registrada en 2024 no habrá de repetirse en 2025.

Como se sabe, la Junta Departamental autorizó a la IRN una cesión que no superara el 30 % del total anual por lo que la cifra relevante a estos efectos es la que figura en la columna encabezada con 30%.

Si se comparan los compromisos de cesión de tributos asumidos por la IRN (columna a recibir del Cuadro 4) los mismos son decrecientes ya que la cuota de amortización de los títulos es fija por lo que los intereses calculados sobre saldos son cada vez menores. En consecuencia, el año de mayor compromiso es siempre el próximo, en este caso el año 2026.

En el año 2026 la IRN deberá ceder al Fideicomiso, miles de UI 10.200. Como se puede comprobar, es una cifra sensiblemente menor al 30 % de la recaudación generada en 2024 que fue miles de UI 22.382.

Téngase en cuenta, además, que el tope del 30 % opera en el total anual y no en los parciales por lo que nada obsta, eventualmente, a que la IRN en algún mes ceda una cifra superior mientras cumpla con el tope al final del año. Esto podría ocurrir porque, como se sabe, la recaudación no es uniforme.

Más allá de la evolución de la recaudación del SUCIVE (como se ha dicho, en 2025 la información parcial sugiere que será similar a la verificada en 2024), se desprende del Cuadro 4 que los compromisos a pagar por parte del Fideicomiso son decrecientes y en consecuencia, también las cesiones de la IRN por lo que se infiere que su cumplimiento será cada vez más confortable. El compromiso de pago para el año 2026 representa menos del 14 % de la recaudación del tributo fideicomitado en el año 2024.

Suficiencia del Presupuesto de la IRN

Es importante establecer lo que representa esta operación en el presupuesto total de la IRN. A estos efectos se tomó la información enviada a CARE por La Dirección General de Hacienda de la IRN.

Las cifras se expresan en moneda nacional a valores de enero de 2021 por lo que CARE a efectos de este análisis las convirtió a UI de modo de facilitar su comparación.

Cuadro 6: Presupuesto IDRN periodo 2021 - 2025 en miles de UI de enero 2021

Concepto	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos	563.020	491.919	517.338	451.040	445.587
Origen departamental	371.045	218.102	185.465	188.131	184.679
origen nacional	191.976	273.817	331.873	262.910	260.908
Egresos	550.008	478.906	504.325	438.027	432.573
Rubro 0	242.313	242.313	242.313	242.313	242.313
Bienes de uso	52.145	159.580	184.999	118.701	113.248
Gastos funcionamiento, transf y otros	255.549	77.013	77.013	77.013	77.013

Fuente: IDRN Decreto No.23/2021

NOTA: la conversión a UI la realizó CARE según cotización al 1/1/2021, \$ 4,785

Si se toma como base el año 2026, la cesión anual es de UI 10.2 millones, esta cifra, comparada con los ingresos presupuestales para el año 2025 (último del presupuesto vigente), UI 445.6 millones, representa una relación del orden de 2,3 %; se trata de un guarismo relativamente menor.

Sensibilización

No resulta pertinente vincular el riesgo de modo estrecho con la realidad económica actual de la IRN. 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 en el corto plazo una caída en el PBI de la magnitud registrada en la última gran crisis (2001-2002).

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)⁴. 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 fideicomitido por la IRN cayó en el 2020 un 2,13 % en términos reales (ver Cuadro 5).

Adicionalmente y tal como se establece líneas arriba, la IRN informa que tiene cedido en calidad de garantía subsidiaria hasta un 10 % del SUCIVE a otro fideicomiso, creado para cancelar adeudos con la UTE por concepto de alumbrado público. Este fideicomiso tiene una fuente de financiación propia que, en caso de ser suficiente, no afecta los ingresos municipales. Es el caso de la IRN; CARE también califica dicho fideicomiso y hasta la fecha ha constatado que salvo en algún caso puntual y por montos marginales, no ha sido necesario que la IRN cediera parte de sus derechos al SUCIVE y nada

⁴. Cabe decir, además, que en dos años se normalizó la situación

hace suponer que esta situación vaya a cambiar. No obstante y como forma de estresar aún más este ejercicio de sensibilización, se considerará a estos efectos que efectivamente deberá afrontar esas obligaciones con recursos propios. La cuota comprometida es de miles UI 982 por año hasta el 2034. Adicionalmente, se simula una caída de recaudación del 10 % (nótese que en la crisis de la pandemia cayó apenas algo más de 2%).

Cuadro 7: Sensibilización	
Concepto (año 2025)	miles UI
Ingresos totales abatidos en 10 %	401.028
Cesión este fideicomiso en 2026	(10.200)
Cesión fideicomiso UTE	(982)
Disponible	389.846
Rubro 0	242.313
Excedente	147.533

Fuente: CARE

El análisis de suficiencia en este caso consistió en abatir los ingresos presupuestales correspondientes al año 2025 (tal como se dijo, el año de mayor compromiso es siempre el próximo) en 10 %; con el mismo debe afrontar los compromisos que surgen de ambos fideicomisos, el remanente debe cubrir el Rubro 0 (sueldos) en primer lugar y a la vez poder realizar gastos mínimos de funcionamiento. Se puede comprobar que el resultado es satisfactorio. Más aún, como lo fideicomitado es hasta un 30 % de la recaudación del SUCIVE, si esta cifra cayera en la misma proporción (10 %), la cifra obtenida, de acuerdo al Cuadro 5 sería de miles de UI 20.144, muy superior al compromiso de miles de UI 10.200.

En consecuencia, se considera que la IRN no debería tener dificultades en generar y disponer los recursos comprometidos en esta operación.

Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior es clara la capacidad de generar los flujos en el plazo adecuado. *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 IRN (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 como en este caso.
2. Por otra parte 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.

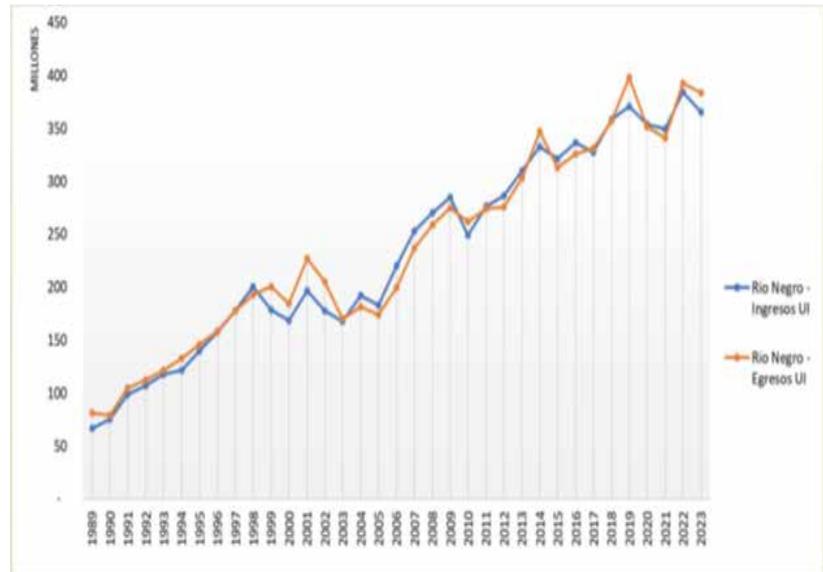
El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IRN con anuencia de la JRN e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado 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 presupuestarios⁵, 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 aun considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación fideicomitada se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones.

⁵ 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 intendencias.

La información presupuestal de la IRN se refleja en la gráfica siguiente



Puede observarse, en términos generales, el mantenimiento de un razonable equilibrio fiscal.

Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central dada la vinculación de esta operación no solo con instituciones nacionales, quizás las Administradoras de Fondos Previsionales, sino de éstas con el crédito del país. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID⁶ cayeron menos que los recursos de origen departamental. Cabe agregar que Uruguay contaba al 3/09/2025, con un índice de 70 puntos (UBI República 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.

⁶ El proyecto de Ley de Presupuesto actual plantea un incremento de las transferencias a los gobiernos subnacionales de un 20 % en términos reales

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	41,50	41,80	42,70
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) (2)	-4,10%	-4,20%	-4,50%	-3,90%
Deuda Neta (GC y BPS) (como % PIB)	58,00%	57,70%	60,40%	61,90%
Riesgo País (3)	79	70		
Mundo (2) "Perspectivas de la economía mundial"	2024	2025	2026	
Mundo (variación PBI)	3,30%	3,00%	3,10%	
USA	1,80%	1,50%	1,60%	
Alemania	-0,20%	0,10%	0,90%	
Japón	0,20%	0,70%	0,50%	
China	5,00%	4,80%	4,20%	
India	6,50%	6,40%	6,40%	
Brasil	3,40%	2,30%	2,10%	
México	1,40%	0,20%	1,40%	

(1) PE presenta Proyecto de Ley de Presupuesto (31/8/2025)

(2) FMI, Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial a julio 2025

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

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 transferencias⁷, 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 fideicomitida; 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.

⁷ La información histórica permite afirmar que las transferencias del gobierno central se han reducido menos que la recaudación propia en momentos de crisis.

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 inversor⁸.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁸. **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. **El signo (+) indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje Grado de inversión con observaciones.**