

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FONDO DE FINANCIAMIENTO
DEL TRANSPORTE COLECTIVO
SUBURBANO DE PASAJEROS
FIDEICOMISO FINANCIERO III”**

Montevideo, marzo de 2026

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TITULOS DE DEUDA
11	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
19	V EL ENTORNO
23	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE
"FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS
FIDEICOMISO FINANCIERO III"
24- marzo - 2026**

Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública en dos Series:
Monto:	Serie 1 en UI 123.800.000 de valor nominal. Serie 2 en UP 549.000.000 de valor nominal.
Fecha de emisión:	12 de setiembre 2025
Plazo:	variable en función del flujo de fondos cedidos (aproximadamente 10,0 años la Serie 1 y 9,3 años la Serie 2).
Activo Fideicomitado:	Créditos contra el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, derivados de las contribuciones de las Empresas de Transporte intervinientes y de todas aquellas que obtengan alguna de las concesiones o permisos de éstas en el futuro.
Fideicomitente:	Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOP).
Amortización:	Mensuales, variables en función de los créditos recibidos. Los pagos se aplicarán en primer lugar a los intereses generados hasta el momento del pago. Los Títulos de Deuda 1 y 2, tendrán el mismo orden de prelación en el pago, a prorrata del importe de la emisión (45,7% la serie 1 y 54,3% la serie 2).
Garantía:	Retención de subsidios pagados a las Empresas de Transporte por el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible creado en cumplimiento de los artículos 584 a 586 de la Ley 20.212 y reglamentada por el decreto 143/024 de 15/5/2024.
Tasa:	5,15% para la serie en UI y 4,10% para la serie en UP.
Fiduciario, Agente de Pago y Entidad Registrante:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	AA uy1
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril 2027
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros ²

¹ . La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE.

² . Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda pública emitidos con el respaldo del llamado “Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero III” manteniendo la categoría AA.uy de grado inversor.

Este es el tercer Fideicomiso realizado con los objetivos de cancelación de los pasivos financieros y el financiamiento de las inversiones necesarias para la prestación del servicio por parte de las empresas de transporte suburbano de pasajeros. Los dos anteriores se cancelaron sin mayores contratiempos, sorteando el segundo de ellos, las dificultades generadas por la pandemia sobre el servicio de transporte de pasajeros.

Para alcanzar estos fines se realizó la emisión de títulos representativos de deuda escriturales en dos series. La Serie 1 se emitió en unidades indexadas por 123,8 millones, y la Serie 2 se emitió en unidades previsionales por 549 millones.

El repago de los títulos está respaldado por los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 5% (45,7% para la serie 1 y 54,3% para serie 2) de la recaudación bruta total de cada una de las empresas de transporte intervinientes, incluyendo los subsidios.

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 el proceso de su estructuración se cumplieron las disposiciones legales y reglamentarias en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y poder normativo de los contrayentes, así como de las garantías. Esto fue analizado en profundidad en el informe jurídico que se adjuntara como anexo a la calificación original. En consecuencia no se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda. (Véase Informe Jurídico en www.care.com.uy).
- Una cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión del 5% de la recaudación bruta total que las empresas aportan al Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, regulado por la Ley 18.878 de 29 de diciembre de 2011. Adicionalmente el plazo de cancelación de los títulos es variable lo que constituye una fortaleza adicional del instrumento.
- Una garantía adicional a través de la retención por parte del MTOP de los subsidios pagados a las Empresas de Transporte por el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible creado en cumplimiento de los artículos 584 a 586 de la Ley N°. 20.212 y reglamentada por Decreto 143/024 de fecha 15 de mayo de 2024, que garantiza eventuales incumplimientos de alguna de las empresas.
- El Estado garantiza la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que inciden sobre los Créditos y su correspondiente Garantía.

Respecto de la Administración y los Flujos proyectados

- La administración fiduciaria está a cargo de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos.
- Están obligadas a realizar la contribución al Fondo, todas las empresas de transporte que participaron inicialmente en la operación, con sus permisos y concesiones frente al MTOP, y todas aquellas que obtengan en el futuro alguno de los permisos o concesiones de las empresas que participaron inicialmente en el Fondo, las cuales deberán aportar por la recaudación correspondiente a dichos permisos o concesiones. Las empresas de transporte que participaron inicialmente en el Fondo y que se encuentran obligadas a realizar la contribución son COPSA, CUTCSA, COME, UCOT, COETC, CASANOVA, SAN ANTONIO, CITA y TALA PANDO. Están gravados todos los permisos o concesiones que explotan actualmente así como todos los que adquieran en el futuro.
- La recaudación bruta del sector proviene de la venta de boletos por los servicios de transporte e incluye también los montos correspondientes a los subsidios abonados por la Administración Nacional de Educación Pública, por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, por el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible, así como cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.
- La tendencia de los ingresos brutos que venía mostrando en el período 2012-2019 una reducción de un 4,4% acumulativo anual, sufre a partir del año 2020 una abrupta caída como consecuencia de los efectos de la pandemia sobre el servicio, para luego comenzar a recuperarse a partir de 2022. La recaudación bruta de los últimos 3 años se ha mantenido sin mayores variaciones, manteniéndose en el entorno de un 10% por debajo de la de 2019, el año previo a la pandemia.
- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda, permitiría según el nivel de la recaudación de 2025, el repago de los títulos de deuda en 10 años para los de la Serie 1 y de 9,3 años para los de la Serie 2. En oportunidad de la calificación original, el estructurador y la calificadora sensibilizaron el flujo esperado de ingresos suponiendo situaciones mas adversas y los resultados obtenidos muestran que, aún en estos casos, con un razonable alargamiento de los plazos se cubriría el repago de los títulos.
- La emisión se realizó en el mes de setiembre de 2025 y comenzó a amortizarse con la recaudación del mes de octubre de ese mismo año, al 31 de diciembre de 2025 se había amortizado el 1,8% del monto total de la serie 1 y el 2,1% del monto de la emisión de la serie 2.

Respecto del entorno

- Existe un claro compromiso del Estado respecto de los servicios de transporte de pasajeros, que se puede constatar por la propia Ley que crea el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, por la existencia del Fideicomiso para la Movilidad Sostenible que oficia de garantía y que le da continuidad al anterior Fideicomiso de Administración del Boleto, así como la asignación de subsidios adicionales por parte del MTOP y del MEF durante el 2020, 2021 y 2025. En tal sentido, no cabría esperar cambios en las políticas públicas que afecten los ingresos y por lo tanto no se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente los compromisos asumidos en esta operación.
- El primer Fideicomiso logró superar el cierre de una de las empresas intervinientes y dificultades financieras de otra de ellas y el segundo logró con éxito salvar los efectos de la pandemia. Ambos ya fueron cancelados, lo que muestra la fortaleza del diseño del instrumento.

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 EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en su calidad de fiduciaria del "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero III". El importe de la emisión fue de UI 123.800.000 (ciento veintitrés millones ochocientos mil Unidades Indexadas) y UP 549.000.000 (quinientos cuarenta y nueve millones de Unidades Previsionales).

Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte del Ministerio de Transporte y Obras Públicas en su calidad de Fideicomitente, de los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 5% de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, monto destinado a realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y gastos del Fideicomiso, más los importes necesarios para cubrir el pago de gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial que exija la administración y gestión del Fideicomiso.

La recaudación bruta proviene de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros y de los montos correspondientes a los subsidios abonados por la Administración Nacional de Educación Pública, por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, por el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006 del 28 de setiembre de 2006, por el Ministerio de Economía y Finanzas originado en la Ley N° 18.180 del 5 de octubre de 2007, por el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible creado en cumplimiento del Decreto N° 143/024 del 15 de mayo de 2024, así como proveniente de cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

EF ASSET MANAGEMENT AFISA integrará este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada.

El Ministerio de Transporte y Obras Públicas en su calidad de Administrador del FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS, en acuerdo y con la autorización suscrita por las empresas COPSA, CUTCSA, COME, UCOT, COETC, CASANOVA, RIMOLI FIOCCHI, CITA y TALA PANDO, realizó la cesión del flujo con el objetivo de obtener el financiamiento y destinar los fondos obtenidos por la emisión, al cumplimiento por parte de las Empresas de Transporte de los objetivos establecidos en la Ley de creación del Fondo (cancelar pasivos, financiar inversiones y cancelar deudas contraídas por el Fondo).

Si bien el destino de los fondos obtenidos por la securitización del flujo fue para la financiación de las actividades concernientes al Transporte Colectivo de Pasajeros Suburbano, la efectiva realización de éstas o el éxito de las mismas no incide en el repago de los Títulos de Deuda.

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

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 corresponde³.

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos representativos de deuda escriturales emitidos por EF ASSET MANAGEMENT al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003.

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 Martín Durán Martínez, Julio Preve, y Adrián Tamber y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe se anexó en la calificación original.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

i. Antecedentes generales

La ley 18.878 de 29 de diciembre de 2011 creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, el cual se financia mediante una contribución proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, a cargo de las empresas permisarias o concesionarias de servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, de hasta un 5% (cinco por ciento) de la recaudación bruta total de todas las empresas proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros y de los montos correspondientes a los subsidios abonados por la Administración Nacional de Educación Pública, por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, por el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006 del 28 de setiembre de 2006, por el Ministerio de Economía y Finanzas originado en la Ley N° 18.180 del 5 de octubre de 2007, por el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible creado en cumplimiento de los artículos 584 a 586 de la Ley N° 20.212 y reglamentada por Decreto 143/024 de fecha 15 de mayo de 2024, así como proveniente de cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

³. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

El Decreto N° 363/017 fijó la contribución a realizar al Fondo en un 5% (cinco por ciento) de la referida recaudación bruta total. Las Empresas de Transporte, por su parte, aceptaron participar en el Fondo y se obligaron a efectuar la contribución correspondiente a los Créditos, de acuerdo con el documento denominado Conformidad de las Empresas de Transporte para la cesión al "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II".

Por el Decreto 91/025 se fijó la contribución a realizar al Fondo, una vez cancelada la cesión de créditos efectuada al fideicomiso "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II", en un 5% (cinco por ciento).

Por otro lado, en el año 2024, el Banco de la República Oriental del Uruguay otorgó al Fondo un préstamo puente por hasta el equivalente a USD 7.000.000 (dólares estadounidenses siete millones). En el Acuerdo Marco firmado, las Empresas autorizaron expresamente al MTOP, en su calidad de administrador del Fondo, a deducir con carácter previo a la distribución del resultado de la emisión entre los participantes, los importes necesarios para cancelar el préstamo puente otorgado por el Banco de la República Oriental del Uruguay a favor del Fondo.

Asimismo, el artículo 584 de la Ley N° 20.212 del 6 de noviembre de 2023 autorizó al Poder Ejecutivo a constituir el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible, al cual se le transferirán de pleno derecho la totalidad de los bienes, créditos, derechos, recursos y obligaciones existentes en el Fideicomiso de Administración del Boleto tras su vencimiento, de conformidad con lo dispuesto por el Decreto N° 143/024.

Las Empresas de Transporte aceptaron participar en el Fondo y se obligaron a efectuar la contribución correspondiente a los Créditos, de acuerdo con el documento denominado Conformidad de las Empresas de Transporte.

Se encuentran obligadas a realizar la contribución al Fondo, todas las Empresas de Transporte que participen inicialmente en el Fondo y tengan el permiso o la concesión respectiva de parte del MTOP para la explotación de los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, y todas aquellas que obtengan en el futuro alguno de los permisos o concesiones de las empresas que participan inicialmente en el Fondo, las cuales deberán aportar por la recaudación correspondiente a dichos permisos o concesiones. Las Empresas de Transporte que participan en el Fondo y que se encuentran obligadas a realizar la contribución son COPSA, CUTCSA, COME, UCOT, COETC, CASANOVA, RIMOLI FIOCCHI (San Antonio), CITA y TALA PANDO. En el caso de estas empresas, están gravados todos los permisos o concesiones que explotan actualmente así como todos los que adquieran en el futuro.

Existe una Garantía adicional para el caso que una empresa de transporte no aporte la contribución correspondiente en los plazos establecidos. Esta garantía está establecida por el artículo 15 de la Ley N° 18.878, por la cual se afecta el subsidio que las Empresas de Transporte tienen derecho a recibir del Fideicomiso de Administración del Boleto, sustituido, tras su vencimiento, por el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible conforme al Decreto N° 134/02. En estos casos el MTOP, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 15 de la ley 18.878, comunicará dicha circunstancia al Fiduciario del Fideicomiso para la Movilidad Sostenible, para que éste deduzca las contribuciones no pagadas

por dicha empresa más las multas e intereses de mora que correspondan de los montos que el Fiduciario tenga para abonar a dicha empresa por ese concepto, y le indicará que pague los montos deducidos directamente al patrimonio del Fideicomiso. A los efectos de asegurar la solvencia de esta garantía se estableció como requisito, cosa que ya ocurrió, que el Fiduciario recibiera por escrito de las Empresas alguna de estas opciones: a) que el Fideicomiso Financiero contará con un **derecho de prioridad** sobre los subsidios del Fideicomiso de Administración del Boleto hasta el equivalente al 6.5% del total de ingresos que le correspondan a dicha empresa por todo concepto; o b) la declaración de que no existirán nuevas cesiones sobre los subsidios que tengan prioridad sobre la cesión del flujo de fondos a este Fideicomiso Financiero.

Los Créditos (incluyendo las multas e intereses de mora que correspondan aplicar a las Empresas de Transporte) y la Garantía, fueron cedidos al fideicomiso por un plazo suficiente hasta que los Titulares recuperen el monto total adeudado por los Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario, y se paguen todos los importes que correspondan de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.

El Estado se compromete, de acuerdo con lo establecido por el artículo 7 de la Ley N° 18.878 de 29 de diciembre de 2011, a garantizar bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y sus correspondientes garantías, y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse los contratos respectivos.

A efectos de obtener el nuevo mecanismo de financiación para las empresas beneficiarias del Fondo, se constituyó el Fideicomiso Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero III, que emitió Títulos de Deuda a favor de inversores, de acuerdo con los términos y condiciones que se establecen en el contrato.

ii. Hechos salientes del período

- El 19 de setiembre de 2025 se realizó en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay (BEVSA), la suscripción de los títulos de deuda del Fideicomiso Financiero del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros III. Los títulos fueron adquiridos en su totalidad por el tramo competitivo ya que no hubo ofertas dentro del tramo no competitivo.
- Se emitieron títulos de deuda en dos series: en Unidades Indexadas (UI) y en Unidades Previsionales (UP), con sobredemanda en la serie en UP y menor demanda en la serie en UI.

Serie 1: UI 123.800.000⁴ a una tasa de 5,15%.

Serie 2: UP 549.000.000 a una tasa de 4,10%.

Del total de los recursos obtenidos, el 45,7% se obtuvo a través de la emisión de la serie 1 mientras que el 54,3% fue por la serie 2.

- A partir del mes de octubre de 2025 se comenzó a recaudar el 5% y en ese mismo mes comenzaron los pagos por parte del fideicomiso a los inversores. al 31 de diciembre de 2025 se había amortizado el 1,8% del monto total de la serie 1 y el 2,1% del monto de la emisión de la serie 2.

⁴. Estaba prevista la emisión de hasta 146 millones de UI, pero la demanda fue menor.

- Los ingresos totales de las empresas en 2025, que incluyen la venta de boletos, los abonos, bonificaciones de docentes y estudiantes, los aportes del Fideicomiso para la movilidad sostenible (gasol y eléctrico), la compensación por gratuidad y el subsidio del MEF/MTOP, estuvieron un 0,2% por encima del año anterior. Este aumento se explica por la existencia en esta oportunidad de otros subsidios (MTOP/MEF), ya que los ingresos por venta de boletos en plataforma y por el fideicomiso para la movilidad sostenible habrían caído.

iii. Información analizada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios de la fiduciaria al 3/06/2025
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2025.
- Informe de contribuciones recibidas y pagos a los inversores.
- Ingresos brutos de las empresas de transporte y evolución de las ventas de boletos.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario adquiridos por los beneficiarios, en oferta pública. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de derechos de crédito transferidos por el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros al patrimonio del Fideicomiso. Estos créditos corresponden al 5% de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte, proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, y de los montos correspondientes a los subsidios abonados por la Administración Nacional de Educación Pública, por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, por el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible, por el Ministerio de Economía y Finanzas, así como proveniente de cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

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

Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales
Moneda:	Serie 1.- Unidades Indexadas Serie 2.- Unidades Previsionales
Monto de Emisión:	Serie 1.- UI 123.800.000 (unidades Indexadas ciento veintitrés millones ochocientos mil) de valor nominal. Serie 2.- UP 549.000.000 (unidades previsionales quinientos cuarenta y nueve millones) de valor nominal.
Interés:	5,15% en la serie 1. 4,10% en la serie 2 Los intereses que se generen desde la fecha de emisión hasta la primer fecha de pago que no sean cancelados en dicha fecha serán capitalizados y generarán a su vez intereses sobre dichos montos hasta su cancelación total. De la misma forma se procederá mensualmente, en caso que en una determinada fecha de pago no se cancelen todos los intereses generados.
Fecha de Emisión:	12 de setiembre de 2025
Plazo:	Variable en función del flujo de fondos cedido.
Amortizaciones:	Mensuales, variables en función de los Créditos recibidos, sin plazo de gracia.
Agente de Pago:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Calificación de Riesgo:	AA uy

Análisis Jurídico

Se trata de la cesión de un flujo creado por una ley, en donde intervienen un número importante de empresas de transporte y el Estado, motivo por el cual se deben realizar una serie de contratos que generan diversos compromisos. En este sentido, el análisis jurídico es básico para calificar los riesgos del negocio financiero.

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo se adjuntó en la calificación original. Del análisis de los diferentes documentos, previo a la realización de un análisis más profundo, el informe jurídico adelantaba que ***“como concepto general que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores”***.

El informe jurídico destacaba los siguientes aspectos:

- El transporte suburbano es la concesión de un servicio público.
- En este marco la ley 18.878 crea el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, como un patrimonio de afectación separado e independiente, sobre el cual el MTOP como su titular y administrador está facultado a ceder o securitizar sus recursos.
- El Decreto 91/025 del 11 de abril de 2025, el Poder Ejecutivo recoge el interés y necesidades de las partes involucradas en instrumentar nuevamente el mecanismo de securitización de los activos del Fondo recurriendo al fideicomiso financiero como vehículo emisor y de ese modo obtener recursos para el cumplimiento de los objetivos del sistema, priorizando en este caso, la renovación de la flota de ómnibus.
- En este tercer Fideicomiso, se sustituye uno de los subsidios afectados en garantía, el Fideicomiso del Boleto extinguido por vencimiento del plazo en diciembre de 2024, por el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible, creado por los artículos 584 a 586 de la Ley 20.212 y su reglamentación por Decreto 134/024. Este cambio cumple idéntico rol en su función de garantía ante el incumplimiento del pago de la obligación principal.
- La Ley contempla un mecanismo de notificación del incumplimiento por parte del MTOP al Fiduciario para que éste deduzca las contribuciones no pagadas, de lo que le corresponda percibir del Fideicomiso del Boleto o del Fideicomiso para la Movilidad Sostenible.
- El artículo 7 de la Ley 18.878 establece que “el Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias”.
- Cualquier empresa de transporte nueva, o que sustituya, absorba o se fusione a una existente, queda automáticamente obligada al pago de la prestación (art. 3 Ley 18.878).

Luego de analizar el funcionamiento del Fondo, de su securitización así como del funcionamiento de la garantía, el informe jurídico culmina señalando:

“En conclusión, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos estructurales asociados al proceso de emisión.”

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En función de los análisis realizados y tratándose de una tercer operación 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 administración de esta operación está a cargo de la Fiduciaria quien además es la emisora y agente de pagos, en este caso EFAM. En calidad de tal es firmante del Contrato de Fideicomiso junto al MTOP (en representación del estado uruguayo) en su calidad de administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros (Fondo) o el Fideicomitente.

Los aspectos jurídicos que refieren a las facultades y legitimidad de los actores para realizar esta operación fueron ampliamente analizados en el informe de contingencias jurídicas realizado por CARE⁵ no surgiendo ninguna observación.

1.Ef Asset Management (EFAM) (La Fiduciaria)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2025 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez para el semestre, medido como la razón corriente, en este caso supera la unidad. Cabe recordar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado. Esto relativizaba la circunstancia de tener una razón corriente por debajo de la unidad lo que no ocurre en el semestre informado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios al 3/06/2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

⁵. Este informe se adjuntó, como anexo, a la calificación original

Cuadro 1: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	55.186	33.440	26.198
Activo no Corriente	257.937	290.099	248.688
Total Activo	313.122	323.539	274.886
Pasivo Corriente	39.818	45.457	38.315
Pasivo no Corriente	244.216	249.374	211.246
Total Pasivo	284.033	294.830	249.561
Patrimonio	29.089	28.708	25.325
Total Pasivo y Patrimonio	313.122	323.539	274.886
Razon Corriente	1,39	0,74	0,68

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre de 2025 muestran un nivel de facturación similar respecto al mismo periodo del año anterior pero gastos algo mayores lo que determina un descenso en las utilidades.

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

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos Operativos	49.372	48.060	95.753
Gastos Adm. y Vtas.	(41.679)	(38.149)	(78.523)
Resultado Operativo	7.693	9.911	17.230
Resultados Financieros	(6.931)	(6.541)	(11.495)
Resultados antes de impuestos	763	3.370	5.735
IRAE	(381)	(1.158)	(2.352)
Resultado del período	381	2.212	3.383
Res Operativos/Ingresos	15,58%	20,62%	17,99%
Res Ejercicio/Ingresos	0,77%	4,60%	3,53%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su desempeño como administrador fiduciario.

El Fideicomiso

Según se describe en otra sección, este fideicomiso se creó para darle continuidad a una operación similar ya cancelada y cuyo desempeño resultó satisfactorio. Se constituyó mediante contrato celebrado el 8/05/2025 y su posterior modificación el 9/07/2025.

Por Decreto 91/025 se fijó la contribución a realizar al Fondo (que financia esta operación); esta será, una vez cancelada la cesión de créditos efectuada al fideicomiso "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II", un 5% de la recaudación bruta total de todas las empresas proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros (más otros conceptos ya descritos). La cancelación de las obligaciones del fideicomiso anterior citado, ocurrió el mes de febrero del año 2025.

Por cuenta del Fideicomiso, EFAM emitió títulos escriturales representativos de deuda en dos series

Serie 1: valor nominal máximo UI 146 millones (Unidades Indexadas) de los cuales fueron adjudicados UI 123.8 millones. Los títulos de esta serie devengan un interés sobre saldos del 5,15 % lineal anual, pagaderos mensualmente.

Serie 2: UP 549 millones (Unidades Previsionales) que devengan un interés anual de 4,10 %, también pagaderos mensualmente.

La amortización también es mensual en montos variables en función de los créditos recibidos al igual que el plazo.

En el cuadro siguiente se exponen resumidamente las principales partidas del estado de situación del Fideicomiso tras el cierre de su primer ejercicio por lo que no hay comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 3: Estado de Situación del FF (miles de \$)	
Concepto	31/12/2025
Activo Corriente	149.249
Activo no Corriente	1.554.818
Total Activo	1.704.066
Pasivo Corriente	149.249
Pasivo no Corriente	1.554.818
Total Pasivo	1.704.066
Patrimonio	-
Total Pasivo y Patrimonio	1.704.066
Razon Corriente	1,00

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se destaca que los créditos no tienen vencimiento sino que los mismos se irán cobrando en función de la recaudación de las empresas de transporte suburbano tal como establece el prospecto del Fideicomiso. En ningún caso el plazo podrá exceder los 30 años.

Al cierre del ejercicio los saldos a pagar de los títulos eran de UI 121.6 millones para la serie 1 y UP 537.2 millones para la serie 2.

En otra sección de este informe se analiza los pagos efectuados y, en función de los mismos, el tiempo estimado de cancelación de los títulos.

Riesgos Considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de EFAM, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo*.

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente es el flujo futuro de ingresos que se transfiere al fideicomiso financiero, a los efectos que éste cubra sus costos, pague los intereses y vaya amortizando los Títulos de Deuda. En este caso es el flujo del 5% de la recaudación bruta total que las empresas aportan al Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, regulado por la Ley 18.878 de del 29 de diciembre de 2011, y que tiene por destino pagar las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

El único elemento que incide en la determinación del monto y en la evolución del flujo de ingresos esperados del fideicomiso es la evolución de la recaudación bruta de las empresas de transporte. Dentro de ésta, la venta de boletos explica la mayor parte de los ingresos (66,5%), aunque también representa un ingreso significativo los provenientes del Fideicomiso de Movilidad Sostenible (19%), que se substituyó al Fideicomiso del Boleto. En 2025 hubo también subsidios del MEF/ MTOP, concepto que no está presente en todos los años.

Cuadro 4.- Recaudación bruta total de las Empresas de Transporte en UI					
	Recaudación Boletos	Compensación Abonos	Reintegro Fideicomiso	Otros subsidios MTOP/MEF	Total de Empresas intervinientes
2023	501.931.154	43.121.028	166.948.980	-	712.001.162
2024	494.373.322	72.282.902	145.569.442	-	712.225.665
2025	479.566.049	84.457.879	135.203.577	14.593.410	713.820.915
Variación 25/24	-3,0%	16,8%	-7,1%		0,2%

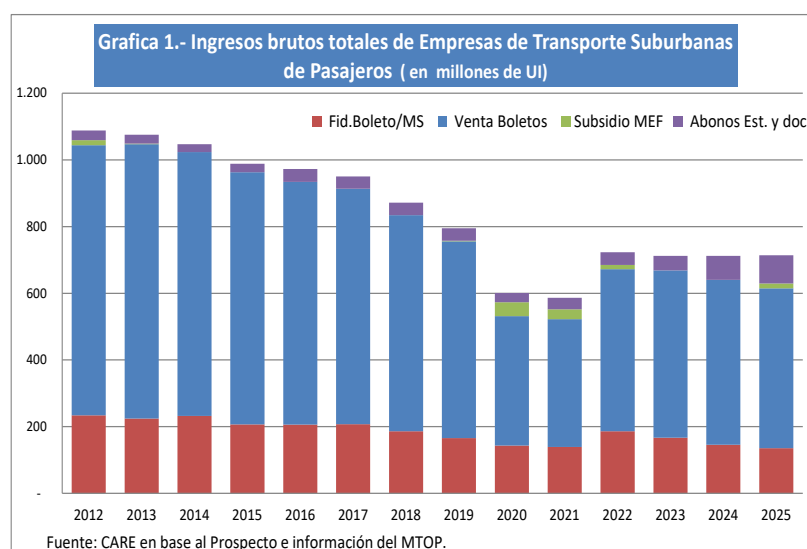
Fuente: En base a información del Fiduciario y MTOP

Las empresas del transporte colectivo suburbano de pasajeros son 9 en total y todas participan del Fideicomiso.

Como se verá en mayor detalle en la sección V, la venta de boletos crece hasta 2012, para comenzar un lento pero continuo decrecimiento hasta 2019. En 2020, los ingresos de las empresas registran una fuerte caída motivada por la pandemia, para comenzar a recuperarse en los años siguientes, aunque no logran volver a los registros previos. Los ingresos totales de las empresas en 2025, que incluyen la venta de boletos y los abonos, los aportes del Fideicomiso para la Movilidad Sostenible (gasol y eléctricos), la compensación por gratuidad y el subsidio del MEF, se ubicaron en unos 714 millones de UI, un 10% más bajos que en 2019. Muy probablemente este parece ser el nuevo nivel de equilibrio, ya que se ha mantenido en ese entorno en los últimos años.

En relación al precio del boleto, al ser éste administrado, por lo general acompaña los costos de los servicios, los cuales se encuentran razonablemente alineados a la inflación.

Los ingresos derivados del Fideicomiso del Boleto/Movilidad Sostenible, representaron aproximadamente un 19% de los ingresos totales del sector en 2025, y muestran una tendencia similar al de la venta de los boletos; aumenta hasta 2012-2014 para luego mostrar una tendencia decreciente. Este componente de los ingresos, que oficia como garantía ante un atraso o ausencia de pago de los compromisos de las empresas es casi cuatro veces mayor al monto comprometido para el pago de los títulos (5% de la recaudación), por lo que se puede concluir que la garantía es muy robusta.



Evolución de la recaudación y pagos

A partir del mes de octubre de 2025 se empieza a recaudar el 5% de los ingresos brutos de las empresas intervinientes, de acuerdo a lo establecido en el contrato. En el cuadro siguiente se observa un detalle de lo recaudado desde el inicio en pesos corrientes y en unidades indexadas.

Cuadro 5.- Recaudación del Fideicomiso en pesos y en UI (5%)		
	Pesos	UI
octubre-diciembre 2025	58.998.775	9.223.590
TOTAL	58.998.775	9.223.590

Fuente: El Fiduciario

También en octubre de 2025, luego de cubrir con los gastos del fideicomiso, se comienzan a pagar en forma mensual los intereses generados y los saldos se vuelcan a amortizar los títulos de deuda de cada una de las series. El monto destinado al pago de los intereses y amortizaciones se distribuye un 45,7% para la serie 1 y un 54,3% para la serie dos, porcentajes que surgen de los montos emitidos inicialmente de cada una de las series (en pesos uruguayos). En los cuadros siguientes se presenta el detalle de los pagos realizados en cada una de las series.

Cuadro 6.- Pago a los inversores y saldo de los títulos serie 1 (Unidades Indexadas)			
	Amortización (pesos)	Intereses (pesos)	Saldo en UI
octubre-diciembre 2025	14.477.326	12.074.016	121.540.591
TOTAL	14.477.326	12.074.016	121.540.591

Fuente: El Fiduciario

Cuadro 7.- Pago a los inversores y saldo de los títulos serie 2 (Unidades previsionales)			
	Amortización (pesos)	Intereses (pesos)	Saldo en UP
octubre-diciembre 2025	20.170.486	11.408.787	537.242.179
TOTAL	20.170.486	11.408.787	537.242.179

Fuente: El Fiduciario

Como se puede observar en el cuadro, a fines de 2025 los niveles de amortización eran aún muy bajos, 1,8% para la serie 1 y 2,1% para la serie 2, ya que solamente iban tres meses de recaudación.

Estimación del período de repago y sensibilizaciones

El prospecto y el modelo financiero original presentado a CARE supuso para el escenario base una tasa de interés del 4,83% en UI para la Serie I y de 3,75% en UP para la serie II, y un mantenimiento de los niveles de ingresos en lo que fue la recaudación de 2023. Ambos supuestos fueron considerados como razonables para la calificadora. Bajo esos supuestos, los títulos de deuda en el escenario base se cancelarían en 10 años y 8 meses los de la Serie I (UI), y en 9 años y 8 meses los de la Serie II (UP).

Finalmente las tasas de interés de los títulos fueron levemente mayores: 5,15% para la serie 1 en UI y de 4,1% en la serie 2 en UP; por su parte los ingresos se mantienen en el entorno de los de 2023.

El estructurador presentó en el Prospecto un análisis de sensibilidad para las dos series, considerando reducciones y también aumentos de hasta un 15% en el nivel de ingresos durante todo el período. En el peor escenario los títulos de la serie 1 se cancelaban en 13 años y 5 meses mientras que los de la serie 2 en 11 años y 11 meses.

En la calificación original, CARE realizó sensibilizaciones adicionales, suponiendo mayores tasas de interés para los títulos y reducciones anuales en los niveles de recaudación bruta. Los resultados obtenidos mostraron que aún en situaciones extremas, de muy baja probabilidad de ocurrencia, los títulos con sus intereses se cancelaban con un mayor plazo (entre 2 a 4 años más).

En esta oportunidad, CARE presenta una nueva sensibilización del flujo ya con mayores certezas. La tasa de interés ya fue establecida en la emisión y fue levemente mayor a la prevista. Por otra parte, como ya se comentó, la emisión fue menor en la serie 1, por lo que la deuda será menor a lo proyectado en el Prospecto.

Sobre la base del saldo de títulos de deuda al 31 de diciembre de 2025 y suponiendo probables trayectorias de recaudación para el futuro, se estima el plazo que restaría para la cancelación total. La proyección se basa en lo siguiente:

- **Nivel de partida.** Se parte de la recaudación real del año 2025, que fue de 714 millones de UI y estaría aproximadamente un 10% por debajo de la recaudación de 2019.
- **Evolución de los ingresos de las empresas a partir de enero de 2026.** Se analizan varias opciones: mantenimiento de la recaudación (base), aumentos del 5% y del 10% y reducciones del 5%, del 10% y del 15% para todo el período.

Los resultados obtenidos se presentan en el siguiente cuadro:

Cuadro 8.- Sensibilización de período de pago de los títulos de deuda en años

Variación en los ingresos	Serie 1, en unidades indexadas		Serie 2, en unidades previsionales	
	Años	Meses	Años	Meses
-15%	12	4	11	7
-10%	11	5	10	10
-5%	10	8	10	0
0%	10	0	9	4
5%	9	4	8	9
10%	8	10	8	4

Fuente: CARE

En el año base, los títulos se cancelarían en 10 años la serie 1 y en 9 años y 4 meses la serie 2. Puede observarse que a pesar de que la tasa de interés fue superior a la estimada en el prospecto, el plazo de cancelación es menor, consecuencia de un menor monto emitido, ya que la recaudación prevista se ha mantenido.

En la peor situación, que sería con una reducción de un 15% en la recaudación bruta, el plazo para la cancelación de la Serie I pasaría a ser de 12 años y 4 meses (aumento de 2 años y 4 meses), mientras que el de la Serie II pasaría a ser de 11 años y 7 meses (aumento de 2 años y tres meses). Importa aclarar que una reducción de un 15% en los ingresos durante todo el período y a partir de enero de 2026, es muy alto y de muy baja probabilidad de ocurrencia.

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 (eliminación de subsidios) 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) o por índice medio de salarios (UP) y las tarifas de transporte, principal ingreso de las empresas, se reajustan en base a una paramétrica que contempla, en forma mayoritaria, las variaciones en el IPC, salarios, tipo de cambio y otros índices. *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 tiene vínculo con la demanda de servicios de transporte colectivo de pasajeros.

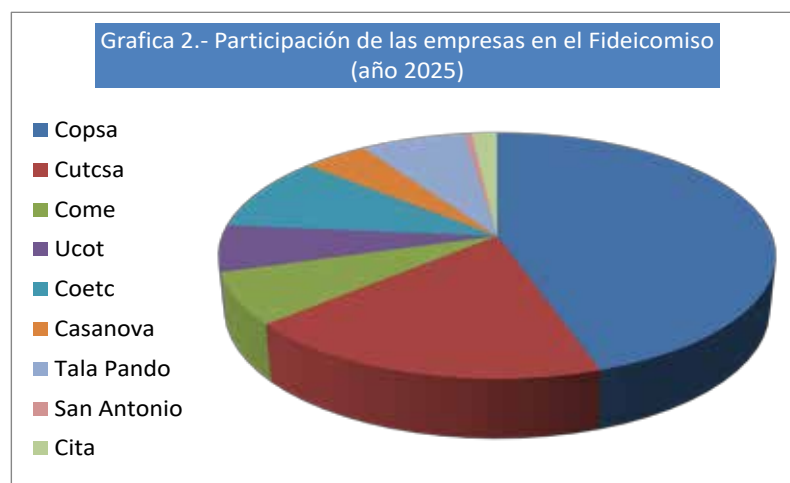
El Mercado

El transporte colectivo de pasajeros en líneas metropolitanas está estrictamente regulado por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas a través de la Dirección Nacional de Transporte en todos sus aspectos, tanto operativos (líneas y frecuencias), como económicos (tarifa). Se trata de un servicio prestado en carácter de concesión. La Dirección Nacional de Transporte es la que se encarga de estudiar y decidir sobre las propuestas, el Poder Ejecutivo es el que finalmente autoriza la explotación del servicio.

Las tarifas son ajustadas periódicamente en base a una paramétrica que toma en cuenta criterios como los ajustes salariales y los costos de combustible. La entidad encargada de realizar los ajustes en la tarifa es la Dirección Nacional de Transporte.

El mercado de transporte suburbano está compuesto por 9 empresas de transporte: COPSA, CUTCSA, COME, UCOT, COETC, Casanova, Tala Pando, San Antonio y CITA, con aproximadamente 550 coches destinados a esta actividad. Todas las empresas han decidido participar en el Fideicomiso.

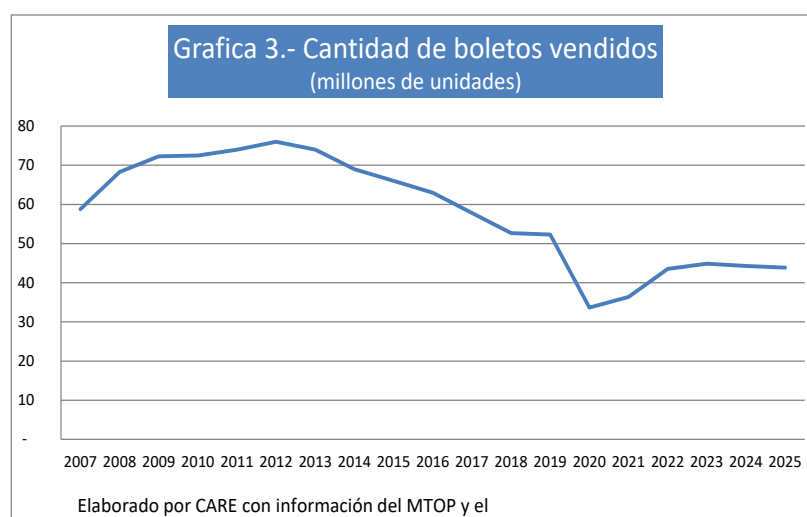
Con respecto a la participación en el mercado de las empresas del transporte suburbano, la misma se ha mantenido relativamente estable. Las dos principales empresas, COPSA, y CUTCSA, representaron el 63,5% del mismo en el año 2025, tomando como base la recaudación del sector.



La recaudación bruta del sector llegó a un máximo de 1,09 mil millones de UI en el año 2012, y cayó para ubicarse en 795 millones de UI en 2019, lo que implicó en ese período una reducción acumulativa anual del 4,4%. En el 2020, producto de la pandemia la recaudación bruta cayó un 24,4% ubicándose

en 601 millones de UI, a partir de 2022 los ingresos comienzan a recuperarse alcanzando en el 2025 un nivel en el entorno de los 714 millones de UI. Los registros de los últimos años parecen indicar que la recuperación habría culminado y el nuevo nivel de equilibrio quedó aproximadamente un 10% por debajo de la recaudación bruta de 2019, previo a la pandemia. Es probable que el mantenimiento del teletrabajo en algunas actividades y el mayor uso del vehículo privado hayan tenido un efecto adicional y afectado la demanda del servicio.

La reducción de los ingresos que se observa desde 2012 ha sido constante y es probable que sea una tendencia de largo plazo. La pandemia genera una abrupta caída a partir de 2020 muy superior a la tendencia histórica, sin embargo, como se comentó en la sección anterior, ello no implicaría riesgos en la generación de los flujos necesarios para cumplir con los compromisos de los Títulos de Deuda emitidos por el Fideicomiso, ya que cualquier reducción en la recaudación bruta se compensa con un alargamiento en los plazos.



No resulta razonable pensar que en el mediano o el largo plazo pudiera generarse una reducción mucho más fuerte en la demanda por el servicio que pusiera en peligro el flujo esperado de ingresos. Si bien ha crecido y sigue creciendo el stock de autos y de motos particulares, y en algunos casos esa parece ser la causa de la reducción de la demanda, por un tema de costos no cabría esperar una profundización de la competencia.

Si se bien se han comenzado a manejar algunas opciones de transporte alternativo para la zona metropolitana, su implementación no aparece por el momento con alta probabilidad de implementación en el corto plazo, y en el caso de prosperar nunca sustituiría una porción significativa de los servicios.

El transporte colectivo de pasajeros se caracteriza por ser un servicio esencial, de acceso universal y constituye el principal medio de transporte en Montevideo y sus alrededores.

Riesgo de mercado: Si bien el mercado muestra señales de que se viene debilitando en los últimos años, en este caso particular es un mercado que se encuentra sujeto a múltiples regulaciones por parte del MTOP, por lo que las consideraciones que normalmente se tienen en cuenta en otros casos no aplican a éste. *Riesgo casi nulo.*

Las políticas públicas

Como ya fuera dicho, el sector del transporte metropolitano de pasajeros se encuentra fuertemente regulado por parte del MTOP, tanto en lo que se refiere a la asignación de las líneas, como al control de las frecuencias y las tarifas. Asimismo es el administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Suburbano de Pasajeros y además quien ejecuta los fondos provenientes del Fideicomiso del Boleto y el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible. En este sentido, las decisiones que se tomen a través de las políticas públicas tendrán una incidencia directa sobre el sector.

Hasta el momento, esta fuerte intervención por parte del MTOP no ha sido una debilidad sino más bien una fortaleza del sector. Cabe recordar que ante la crítica situación derivada de la pandemia, el MTOP y el MEF aportaron subsidios directos a las empresas de transporte con recursos que no estaban previstos originalmente.

Por otra parte, cabe recordar que el transporte suburbano de pasajeros opera como una concesión de un servicio público al tenor de lo dispuesto por el artículo 51 de la Constitución.

La ley 18.878 que crea el Fondo de Financiamiento establece en su artículo 7° que el *“Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y sus correspondientes garantías y que estuvieran vigentes al momento de suscribirse los contratos respectivos”*. De esta forma cualquier eventual riesgo por modificaciones en las políticas públicas, estaría mitigado.

Riesgo de políticas públicas sectoriales: La fuerte regulación del MTOP y la Ley 18.878 de 29 de diciembre de 2011 le da al fideicomiso que se crea un fuerte respaldo institucional y con el compromiso explícito de no modificar las normas que afectan la generación del flujo de ingresos, en ese sentido, el *riesgo es 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 AA 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



Ing. Agr. Adrián Tamber

⁸. **CATEGORÍA AA.uy** Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. **Grado de inversión óptimo con observaciones.**