

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS
POR EL “FIDEICOMISO
FINANCIERO DEL FONDO DE
FINANCIAMIENTO PARA LA
RECONVERSIÓN TECNOLÓGICA
DEL TRANSPORTE COLECTIVO
URBANO DE MONTEVIDEO I”**

Montevideo, marzo de 2026

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
10	II LOS TITULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
24	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FF DEL FONDO DE FINANCIAMIENTO PARA LA RECONVERSIÓN TECNOLÓGICA DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO I"
02 - marzo - 2026

Plazo:	variable en función del flujo de fondos cedidos, con un máximo de 30 años.
Títulos de Deuda:	Títulos de deuda escriturales de oferta pública por la suma de 248 millones de UI de valor nominal.
Fecha de emisión:	9 de febrero de 2024
Activo Fideicomitido:	los derechos de crédito transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso, correspondientes a la contribución del 1,7 % de la recaudación bruta total de las Empresas de Transporte proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros, incluidos los montos correspondientes a los subsidios de la IM, así como las multas e intereses de mora que correspondan aplicar.
Fideicomitente:	Intendencia de Montevideo (IM) en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento para la Renovación Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo,
Amortización:	Luego del período de gracia, mensuales, variables en función de los créditos recibidos.
Garantía:	los montos que la IM tenga para abonar por concepto de la recaudación centralizada proveniente de la utilización de la tarjeta STM u otro mecanismo que lo complemente o sustituya, en garantía del pago de las contribuciones al Fondo.
Tasa de interés:	4,50% anual en UI.
Gracia:	Durante este período el Fideicomiso no recibió pago de los créditos y no realizó pago alguno a los titulares por ningún concepto. Este período culminó seis meses luego de la fecha de emisión, en agosto de 2024.
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Registrante y Agente de Pago:	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 (uy)
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril 2027.
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros ¹ .

¹. Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado “Fondo de Financiamiento para la Reconversión Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo I” (Fondo) manteniendo la categoría AA. uy de grado inversor.

El objetivo de la emisión fue obtener financiamiento por parte del fideicomitente a los efectos de trasladar el mismo a las empresas de transporte urbano para que éstas puedan incorporar ómnibus 100% eléctricos en sus empresas; incorporar infraestructuras o sistemas tecnológicos que permitan mejorar la calidad y eficiencia del servicio; y cancelar deudas que fueran contraídas por el Fondo para atender los objetivos anteriores.

Para alcanzar estos fines se realizó la emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 248.000.000. La emisión de los valores se realizó el 9 de febrero de 2024, y la tasa de interés establecida fue de un 4,5%.

Los créditos transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso, en respaldo del repago de los títulos emitidos, corresponden a las contribuciones que las empresas de transporte están obligadas a realizar al Fondo, por el equivalente al 1,7 % de la recaudación bruta total de cada una de ellas. Esta contribución comenzó a hacerse efectiva luego de un periodo de gracia de 6 meses.

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

- El presente fideicomiso se realiza 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. No se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda, tal fuera analizado en el informe jurídico anexado en la calificación original².
- Una cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión del 1,7 % de la recaudación bruta total de las empresas proveniente de la venta de boletos a los usuarios de los servicios de transporte de pasajeros, incluidos los montos correspondientes a los subsidios abonados por la IM, las multas y los intereses de mora. La obligación de realizar dichas contribuciones al Fondo fue establecida por Decreto de la Junta Departamental de Montevideo No. 37.347 de 12 de diciembre de 2019 y su monto fue establecido en el Reglamento del Fondo (Resolución 1.069 del 6 de marzo de 2023).
- En el caso de que alguna de las empresas de transporte no abone las contribuciones en tiempo y forma, la Intendencia de Montevideo procederá a aplicar el mecanismo de garantía establecido en los Artículos 14o y 15o del Decreto de la Junta Departamental No 37.347, deduciendo las contribuciones no pagadas por dicha empresa más las multas e intereses de mora que correspondan, de los montos que la Intendencia de Montevideo tenga para abonar a dicha empresa por concepto de la

². Véase Informe Jurídico en el Anexo I

recaudación centralizada proveniente de la utilización de la tarjeta STM u otro mecanismo que lo complemente o sustituya. La recaudación del fideicomiso STM de las empresas participantes en este fideicomiso para el año 2025 fue de un 60% del total de la recaudación bruta de las mismas empresas, lo que demuestra claramente la amplia suficiencia de la garantía.

- Una importante fortaleza de esta construcción financiera es que el plazo de repago es variable en función de los flujos cedidos.
- Conforme al artículo 6 del decreto de Junta Departamental N°37.347, la Intendencia de Montevideo garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y sus correspondientes garantías y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el contrato de Fideicomiso. En particular, la IM garantiza lo dispuesto por el artículo R.465.9 del Digesto Departamental, el cual establece que cuando la tarifa vigente del sistema de transporte metropolitano de Montevideo sea menor a la resultante de la estructura de costos definida por el Departamento de Movilidad, la Intendencia pagará a las empresas permisarias un subsidio equivalente a dicha diferencia con el fin de no comprometer la estabilidad económica del sistema. Adicionalmente el artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros, establece que las tarifas de pasajes deberán responder a la realidad del transporte, en base a una ecuación racional para el cálculo de las mismas, que garantice el equilibrio económico de las empresas de transporte
- Están gravadas todas las empresas que actualmente tienen los permisos o la concesión respectiva de parte de la Intendencia de Montevideo para la explotación de los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros, y todas aquellas empresas que obtengan en el futuro alguno de los permisos de las empresas que participen en el Fondo, las cuales deberán aportar por la recaudación correspondiente a dichos permisos.
- También la IM dispone una serie de sanciones a las empresas que eventualmente incumplan con su obligación de contribución al Fideicomiso que incluso puede llegar a la revocación de los permisos (artículos 18 y 19 del Decreto de la Junta Departamental No 37.347).
- En suma, la IDM además de ser el Fideicomitente es a quien le competen en forma exclusiva los aspectos regulatorios del sistema de transporte, asegurando de esta manera el mantenimiento del flujo esperado de ingresos y minimizando los riesgos políticos.
- 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.
- La venta de boletos viene mostrando en los últimos años una clara tendencia decreciente. Entre 2013 y 2019 las unidades vendidas disminuyeron en un 2,3% anual aunque los ingresos brutos se mantuvieron constantes en términos reales. En 2020 y producto de la pandemia la venta de boletos cayó un 37,4%, recuperándose luego lentamente hasta 2024. La recaudación por venta de boletos en UI durante la pandemia también

tuvo un comportamiento similar; cayó un 28% en 2020 y un 5% en 2021, para recuperar luego en los años siguientes. En 2025 se produce una nueva caída en la venta de boletos (-3,2%) así como también en los ingresos brutos de las empresas, aunque en un porcentaje menor (-0,6%). La venta de boletos se mantiene en 2025 un 17,2% por debajo de 2019 y los ingresos están también un 17,3% por debajo de los niveles prepandemia.

- A los efectos de realizar las proyecciones, CARE supone que la recaudación bruta se mantendría en los niveles actuales. Con estos supuestos el periodo de repago de los títulos se estima en aproximadamente 12 años y diez meses desde la fecha de emisión (sería en enero de 2037). CARE sometió ese flujo esperado a condiciones más adversas de ventas de boletos observándose que con una razonable ampliación de los plazos se cubren sin inconvenientes los compromisos asumidos.
- Están vigentes también tres fideicomisos del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Pasajeros (III, IV y V), bajo una construcción financiera de características similares a éste, que alcanza a las mismas empresas del transporte y se repagan los títulos con el 5% de la recaudación bruta (en la suma de los tres fideicomisos). El Fideicomitente de esos fideicomisos es también la IM y la garantía son los subsidios que reciben de ésta las empresas. Estos fideicomisos se vienen desarrollando sin inconvenientes y sortearon con éxito los efectos de la pandemia. Asimismo la empresa CUTCSA lleva adelante un Fideicomiso Financiero, del cual es Fideicomitente, se repaga en cuotas fijas y tiene la garantía del Fideicomiso STM, igual que el que nos ocupa. Por el momento, todos estos fideicomisos se vienen desarrollando sin inconvenientes y tienen nota de grado inversor.
- Todo lo anterior, sumado a operaciones similares respecto al servicio de transporte suburbano, demuestra que existe un claro compromiso del Estado respecto de los servicios de transporte público de pasajeros en general, por lo que no cabría esperar cambios en las políticas públicas que afecten los ingresos.

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 Fideicomiso Financiero denominado "Fondo de Financiamiento para la Reversión Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo I" por un monto total de UI 248.000.000. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte de la IM en su calidad de Fideicomitente y titular del Fondo de los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 1,7 % de la recaudación bruta total de cada una de las empresas de transporte colectivo urbano de pasajeros, monto que se destinará para 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.

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

Si bien el destino de los fondos obtenidos por la securitización del flujo es, como ya se ha expresado, que las empresas adquieran ómnibus 100% eléctricos en sus flotas e incorporen infraestructuras o sistemas tecnológicos que permitan mejorar la calidad y eficiencia del servicio, la efectiva realización de esto 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.

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

2. Antecedentes generales

i. Antecedentes generales

- El Decreto de la Junta Departamental (JDM) No. 37.347 de fecha 12/12/2019⁴ creó el Fondo de Financiamiento para la Reconversión Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo⁵, el que se financia mediante una contribución proveniente de los ingresos brutos de las empresas del transporte colectivo urbano de pasajeros (venta de boletos y subsidios). Dicha contribución podrá ser de hasta 5%.
- Por Resolución No. 1069/23 del IDM de fecha 6/3/2023 se fijó la mencionada contribución en 1,7%.
- Las empresas de transporte que aceptaron participar en el Fondo se obligaron a realizar la referida contribución, y suscribieron el correspondiente documento de adhesión y cedieron los créditos del Fondo al "Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento para la Renovación Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo I" con fecha 13/3/2023.
- Con fecha 06 de setiembre de 2023 la IM (Fideicomitente) y EF Asset Management (Fiduciario) convienen en celebrar el Contrato de Fideicomiso: Fondo de Financiamiento para la Reconversión Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo I.
- Al momento de crearse este Fideicomiso las empresas intervinientes, y que aceptaron participar son: CUTCSA, COETC, UCOT y COMESA.
- Existe una garantía adicional para el caso que una empresa de transporte no aporte la contribución correspondiente en los plazos acordados. La garantía está establecida por los artículos 14 y 15 del Decreto, el Reglamento del Fondo y el Acuerdo Marco, por los cuales se afectan los montos que la IM tenga para abonar por concepto de la recaudación centralizada proveniente de la utilización de la tarjeta STM u otro mecanismo que lo complemente o sustituya. En caso de necesidad, esta garantía opera automáticamente reteniendo la IM los montos correspondientes y transfiriéndolos directamente al Fideicomiso.

⁴. En adelante El Decreto

⁵. En adelante El Fondo

- 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 el plazo necesario hasta que los Titulares recuperen el monto total adeudado por los Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario, incluyendo los intereses correspondientes, y se paguen todos los importes que correspondan de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.
- Esta operación tiene características muy similares a las realizadas a través del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, que fueron 5 fideicomisos de los cuales tres de ellos aún están vigentes. La principal diferencia es que en el caso que nos ocupa la garantía proviene del Fideicomiso STM, mientras que en los anteriores fideicomisos la garantía son los subsidios de la Intendencia.
- El plazo del Fideicomiso es variable en función del flujo de fondos cedido, y se mantendrá vigente y válido hasta la cancelación en forma total de los Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario y las demás obligaciones derivadas de este Contrato. En ningún caso dicho plazo excederá el plazo máximo de 30 años establecido en la Ley.
- El 9 de febrero de 2024 se realizó la emisión de los títulos por un monto total de 248 millones de UI, estableciéndose una tasa de interés del 4,5% lineal anual. Durante el período de gracia se realizaron 6 emisiones (una por mes), por los intereses devengados y capitalizados, por un monto total de 6,3 millones de UI. El período de gracia de 6 meses culminó en agosto de 2024 y en el mes de setiembre comenzaron los pagos de amortización e intereses de los títulos.

ii. Hechos salientes del período

- La venta de boletos del año 2025 fue un 3,2% menor a la del año anterior y estuvo un 17,2% por debajo de la de 2019, previo a la pandemia. Por su parte, los ingresos que componen el flujo fideicomitido (ventas de boletos en los ómnibus, fideicomiso STM, subsidios de la IM, pases organismos y boletos institucionales)⁶, cayó en menor medida (-0,6%) en unidades indexadas respecto del año anterior y se mantiene un 17,3% por debajo de la recaudación de 2019. La venta se venía recuperando una vez superada la pandemia, aunque con incrementos decrecientes.
- Durante el período informado (año 2025) se pagaron unos 10,94 millones de UI de intereses y se amortizaron títulos por 15,70 millones de UI. El saldo de títulos de deuda al 31 de diciembre de 2025 era de 232,98 millones de UI, por lo que se lleva amortizado un 6,0% del monto total emitido originalmente.

3. Información analizada

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:

- Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/6/2025.
- Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2025⁷.
- Ingresos brutos de las empresas de transporte y evolución de las ventas de boletos.
- Recaudación del Fideicomiso STM.

⁶. Es importante destacar que los subsidios del MEF (boleto gratuito de estudiantes) y el fideicomiso para la Movilidad Sostenible, no integran la recaudación fideicomitida.

⁷. Información preliminar.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

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

Títulos:	Títulos de deuda escriturales de oferta pública
Moneda:	Unidades Indexadas
Monto de Emisión:	UI 248.000.000 de valor nominal
Interés:	4,5% lineal anual en unidades indexadas
Fecha de Emisión:	Febrero de 2024.
Plazo:	Variable en función del flujo de fondos cedido.
Período de Gracia:	Seis meses luego de la emisión. Al finalizar cada mes calendario del período de gracia, el Fiduciario procederá a capitalizar los intereses generados durante dicho mes. El período de gracia culminó en agosto de 2024.
Amortizaciones:	Mensuales, variables en función de los Créditos recibidos. Las amortizaciones comenzaron a realizarse luego del período de gracia, en setiembre de 2024.
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 un decreto de la JDM, en donde intervienen, en el origen, cuatro empresas de transporte y la IM, 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 acompaña éste como Anexo 1.

Luego de listar los principales documentos anexados al Prospecto Informativo ingresado al Banco Central del Uruguay, el informe jurídico adelanta opinión respecto de que *"de su compulsa puede adelantarse como concepto general que **no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores**".*

Los principales puntos de interés que destaca el informe son:

- El transporte urbano es la concesión de un servicio público.
- El negocio fiduciario encuentra asidero en la estructura jurídica diseñada a partir del Decreto de la Junta Departamental de Montevideo (JDM), N° 37.347 del 12 de diciembre de 2019 (el Decreto), por la cual se creó el Fondo de Financiamiento para la Reconversión Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo. Conforme al artículo 8 del Decreto la IM es **titular y administradora** del Fondo y otras disposiciones de la norma habilitan a ceder, securitizar o afectar en garantía sus activos.
- Los créditos son cedidos con la garantía dispuesta en los artículos 14 y 15 de la norma legislativa departamental, que consiste en los derechos de crédito que la empresa en cuestión tenga derecho a percibir de la IM “por concepto de subsidio de boletos y o de la recaudación centralizada proveniente de la utilización de la tarjeta STM u otro mecanismo que lo complemente o sustituya”.
- Por otra parte la IM dispone una serie de sanciones a las empresas que eventualmente incumplan con su obligación de contribución al Fideicomiso que incluso puede llegar a la revocación del permiso.
- Las cuatro empresas participantes y la IM suscribieron el 13 de marzo de 2023 el denominado “Acuerdo Marco para la Participación en el Fondo de Financiamiento para la Reconversión tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo”.
- El Fideicomiso añade una cobertura de solvencia al flujo de fondos y la garantía, en las condiciones estipuladas en la cláusula 12 cuando dispone que *“el Fiduciario procederá a realizar la emisión de los Títulos de Deuda siempre que previamente reciba la documentación que acredite que los importes que cada Empresa de Transporte recibe por los créditos afectados por la Garantía del Fondo, son mayores a los gravámenes que la afectan a la fecha de emisión”*.
- No puede omitirse la mención a la garantía de estabilidad normativa disciplinada en el artículo 6 del Decreto: *“En caso de que los activos del Fondo sean cedidos, securitizados o afectados en garantía, la Intendencia Municipal de Montevideo garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y sus correspondientes garantías y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse los contratos respectivos”*.
- El informe hace un repaso de los antecedentes de los Fideicomisos realizados en el marco del “Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo” y el FF de CUTCSA 1, que se sustentan sobre el mismo activo subyacente (la venta de boletos). En este sentido concluye que **“estos antecedentes en ningún caso representan una contingencia de cumplimiento de los valores cuya emisión se proyecta en la estructura bajo análisis. Las garantías y mecanismos punitivos que la normativa y el Contrato prevén, son adecuados y autosuficientes para cada Fondo considerado”**.

El informe culmina señalando: ***“En mérito a todos los aspectos involucrados y analizados en este informe, se concluye 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 considerando los antecedentes de Fideicomisos análogos, 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, agente de pagos y entidad registrante. También cabe mencionar la gestión de la IDM en su doble rol de administradora del Fondo y Fideicomitente. En este último caso, corresponde fundamentalmente analizar su rol desde el punto de vista jurídico comprobando la legalidad de las atribuciones a que se compromete en esta operación. Esto ha sido especialmente verificado en el informe de contingencias jurídicas que acompañó la calificación original por lo que a él nos remitimos.

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.

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.

2. El Fideicomiso

El Fideicomiso bajo análisis se constituyó a partir de la norma legislativa departamental Decreto N° 37.347 del 12/12/2019 que creó el Fondo de Financiamiento para la Renovación Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo (el Fondo). El Contrato de Fideicomiso se firmó por la Intendencia de Montevideo (IDM) en su calidad de administradora del "Fondo"; por otra parte EF Asset Management (EFAM) en calidad de Fiduciario; y además, las empresas de transporte colectivo que han adherido (COETC, COMESA, CUTCSA y UCOT).

La finalidad del Fideicomiso es la obtención de financiamiento por parte del Fideicomitente, mediante la emisión por oferta pública por parte del Fiduciario de Títulos de Deuda garantizados con los bienes fideicomitados transferidos por el Fideicomitente y así posibilitar la incorporación de unidades de transporte 100 % eléctricas, principal objetivo pero no el único como se describe en otra sección.

Los Créditos (1,7% de la recaudación bruta total de las Empresas de Transporte, incluyendo las multas e intereses de mora que correspondan aplicar), serán cedidos al Fideicomiso por el plazo necesario para cancelar todas las obligaciones del mismo (títulos emitidos, sus intereses y gastos), es decir, el plazo es flexible con un tope máximo de 30 años. Se estima, sin embargo, un plazo algo mayor a 12 años.

El monto emitido fue de UI 248 millones con fecha 9/2/2024 y el interés fijado fue de 4,5 % lineal anual. Luego del periodo de gracia, establecido en seis meses desde la fecha de emisión, los pagos se realizan mensualmente en cuotas variables que incluye los intereses y lo que corresponde de amortización. Durante el periodo de gracia el Fideicomiso no realizó pago alguno pero los intereses devengados se capitalizaron.

En el cuadro siguiente se informa el estado de situación del Fideicomiso tras su segundo año de funcionamiento (el primero fue menor a 12 meses).

Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso		
Concepto (miles de \$)	31/12/2025	31/12/2024
Activo Corriente	103.927	97.180
Activo no Corriente	1.393.150	1.437.870
Total Activo	1.497.076	1.535.050
Pasivo Corriente	103.927	97.180
Pasivo no Corriente	1.393.150	1.437.870
Total Pasivo	1.497.076	1.535.050
Patrimonio	-	-
Total Pasivo y Patrimonio	1.497.076	1.535.050
Razon Corriente	1,00	1,00

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Vencido el periodo de gracia, en el mes de setiembre del año 2024 comenzaron a realizarse los pagos en forma mensual. En el ejercicio 2025, según surge de la versión preliminar de los EE CC se pagaron \$ 169 millones por concepto de amortización de los títulos e intereses. Al cierre del ejercicio el pasivo financiero era de \$1.496.7 millones.

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, más aún tratándose de una operación análoga a otras anteriores. *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 1,7% de la recaudación bruta total -incluyendo los subsidios de la IM-, que las empresas aportan al Fondo, y que tendrá por destino pagar las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

El transporte colectivo de pasajeros en Montevideo está estrictamente regulado por la IM en todos sus aspectos, tanto operativos como económicos. Esto es, la IM regula las líneas, frecuencias y tarifas. Se trata de un servicio prestado en carácter de concesión a través de permisos otorgados por la IM y las tarifas son ajustadas periódicamente en base a una paramétrica. Vale decir que la IM tiene control e incidencia directa en la generación de los recursos que se fideicomiten.

Venta de boletos e ingresos del sistema de transporte urbano.

El ingreso bruto que se considera para la determinación del flujo cedido está compuesto por la venta de boletos que proviene de la recaudación en plataforma (boletos que pagan los usuarios), por los pases de organismos, los abonos institucionales y los subsidios directos de la Intendencia de Montevideo. Otros ingresos como los subsidios provenientes del MEF y los del Fideicomiso para la Movilidad Sostenible (gasoil y eléctricos), no integran el flujo fideicomitado.

El sistema venía mostrando hasta la pandemia, una tendencia decreciente en la venta de boletos en el largo plazo, aunque esta parecía atenuarse en los últimos años; incluso en 2019 muestra una leve recuperación (1,1%). La recaudación por su parte también muestra una tendencia decreciente en moneda constante (UI), pero menos marcada; en 2019 presenta también leve recuperación (1,2%).

En 2020 producto de la pandemia, la venta de boletos cae un 37,4% pero los ingresos caen un poco menos, un 28,3%. En 2021 la venta de boletos se recupera levemente, un 5,7% pero los ingresos brutos vuelven a caer levemente (-5,0%) respecto de 2020. En 2022 la venta de boletos muestra ya un fuerte crecimiento del 23,2% en cantidad y en 15,2% en ingresos en unidades indexadas.

La venta de boletos muestra un leve crecimiento en el 2023 (+3,3%) y también los ingresos en UI crecen levemente (+4,3%). En 2024 los niveles de crecimiento ya son menores, crece un 1,7% la venta de boletos y un 1,7% los ingresos brutos en UI.

En 2025, luego de 4 años de recuperación en la actividad, la venta de boletos muestra una caída de un 3,2% respecto del año anterior, y los ingresos en unidades indexadas también caen, pero una proporción menor (-0,6%).

Tomando como referencia el año 2024, del total de los ingresos de las empresas del sistema, el 62% proviene de la recaudación (pago de boletos que realizan los usuarios), el 14% de los subsidios de la Intendencia de Montevideo, el 13% del Fideicomiso del Boleto y el 11% de subsidios del Gobierno Nacional (estudiantes gratuitos).

En el año 2020 y 2021, producto de la crisis sanitaria y en virtud de la caída en la recaudación de las empresas, la proporción de subsidios sobre el total de los ingresos se incrementó, alcanzando el 34% y el 32,5% respectivamente. Cabe hacer notar esta fortaleza del Fideicomiso y es que en situaciones complicadas de mercado, la IDM y el MEF, salen a atenuar los impactos negativos que se pudieran dar.

En el cuadro siguiente se puede observar la evolución de la recaudación por venta de boletos de los últimos años, incluyendo los subsidios de la Intendencia de Montevideo, pero no los del Gobierno Nacional y el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible.

Cuadro 4: venta de boletos y recaudación (en millones) y variación porcentual anual					
Año	MM boletos	MM \$	MM UI	Var boletos	Var en UI
2012	291	5.108	2.111		
2013	294	5.157	1.961	1,03%	-7,08%
2014	290	5.844	2.042	-1,36%	4,11%
2015	282	6.448	2.076	-2,76%	1,67%
2016	268	6.812	1.998	-4,96%	-3,76%
2017	257	7.161	1.974	-4,10%	-1,21%
2018	252	7.542	1.934	-1,80%	-1,99%
2019	255	8.228	1.958	1,1%	1,2%
2020	160	6.454	1.403	-37,4%	-28,3%
2021	169	6.640	1.332	5,7%	-5,0%
2022	208	8.335	1.535	23,2%	15,2%
2023	213	9.227	1.601	2,4%	4,3%
2024	216	9.838	1.628	1,6%	1,7%
2025	211	10.250	1.618	-2,4%	-0,6%

Nota: La recaudación incluye los subsidios de la IM, los pases organismos y boletos institucionales. No incluye boletos gratuitos de estudiantes y Fideicomiso para la Movilidad Sostenible. Año 2025 información preliminar.

Fuente: Prospecto informativo e información de la Intendencia Montevideo

CARE supone a los efectos de realizar proyecciones, que el ingreso de las empresas se mantendría relativamente estable en los niveles actuales (2025). No obstante se realizan sensibilizaciones suponiendo reducciones en el nivel de ingresos para lo que resta del fideicomiso.

Un mayor detalle del sistema de transporte urbano de pasajeros se presenta en la Sección V.

Garantía

La garantía de los títulos son los créditos que las empresas intervinientes tienen derecho a recibir del Fideicomiso STM, o de cualquier otro sistema centralizado de recaudación que lo pudiera sustituir o complementar en el futuro.

En caso que alguna de las empresas participantes no aporte la contribución correspondiente en los plazos establecidos, la Intendencia de Montevideo procederá a aplicar el mecanismo de garantía establecido en los Artículos 14o y 15o del Decreto de la Junta Departamental No 37.347 y en el Reglamento, deduciendo las contribuciones no pagadas por dicha empresa más las multas e intereses de mora que correspondan, de los montos que la Intendencia

de Montevideo tenga para abonar a dicha empresa por concepto de la recaudación centralizada proveniente de la utilización de la tarjeta STM u otro mecanismo que lo complemente o sustituya. A tales efectos la Intendencia de Montevideo notificará al fiduciario del Fideicomiso STM de la constitución de dicha garantía.

Naturalmente que la garantía opera por empresa eventualmente incumplidora pero a los efectos de este análisis alcanza con observar las cifras globales. En el cuadro siguiente se presenta la evolución de la recaudación del fideicomiso STM de las 4 empresas intervinientes y se lo compara con la recaudación total y con los montos cedidos a los efectos de evaluar la suficiencia de la garantía.

Cuadro 5. Recaudación Fideicomiso vs cesión.					
Año	Rec. STM MM \$	Rec. Total MM \$	STM/Total %	1,7% Rec. Total MM \$	Cesión/STM %
2018	2.521	7.542	33,4%	128	5,1%
2019	3.144	8.228	38,2%	140	4,4%
2020	2.382	6.454	36,9%	110	4,6%
2021	3.311	6.640	49,9%	113	3,4%
2022	5.031	8.335	60,4%	142	2,8%
2023	5.025	9.227	54,5%	157	3,1%
2024	5.580	9.838	56,7%	167	3,0%
2025	6.160	10.250	60,1%	174	2,8%

CARE: En base a información del prospecto e IM

Como puede observarse la recaudación a través de la tarjeta STM ha ido aumentando para ubicarse en los últimos años entre el 55 y el 60% del total. El monto de la cesión se ubica actualmente en el entorno del 3% de lo cobrado por el Fideicomiso STM. Queda claro que la cifra recaudada por el Fideicomiso STM supera holgadamente el compromiso de cesión del 1,7% del actual fideicomiso. De cualquier forma, se recuerda que por el diseño de la operación, cualquier inconveniente en los montos recibidos por el fideicomiso tiene como única consecuencia, dilatar el plazo de cancelación.

Como ya se comentó, la empresa CUTCSA tiene otro Fideicomiso Financiero para el cual se afecta potencialmente la misma garantía, pero en una magnitud que no cambia las conclusiones que surgen del cuadro 5.-

Como ya fuera comentado, a la fecha de elaborar este informe aún están vigentes tres fideicomisos (FTU III, FTU IV y FTU V), que tienen en conjunto una cesión de un 5% de los ingresos, aunque con otra garantía (los subsidios de la IDM).

Evolución de la recaudación y pagos

A partir del mes de setiembre de 2024, luego de transcurrido el período de gracia de 6 meses, se empieza a recaudar el 1,7% de los ingresos brutos de las empresas intervinientes y en consecuencia se comienzan a pagar mensualmente los intereses generados y los saldos se vuelcan a amortizar los títulos de deuda.

Al 31 de diciembre de 2025 la deuda del fideicomiso asciende a unos 232,98 millones de UI, habiéndose amortizado el 6,0% del total.

En el cuadro siguiente se observa un detalle de los pagos realizados.

Cuadro 6.- Recaudación del Fideicomiso y pago a los inversores en UI

	Recaudación 1,7%	Amortización	Intereses	Saldo de TD
Set-dic 2024	11.850.906	5.613.525	3.688.287	248.684.835
Ene-dic 2025	27.512.212	15.702.540	10.938.804	232.982.296
Total	39.363.118	21.316.065	14.627.091	

Fuente: CARE en base al Fiduciario

Estimación del período de repago y sensibilizaciones.

A los efectos de estimar el período de repago se tuvieron en cuenta los siguientes supuestos:

- Se parte del saldo de títulos a diciembre de 2025.
- Los ingresos se proyectaron tomando como base la recaudación en Unidades Indexadas correspondiente al año 2024, lo que correspondería a un nivel de ventas de boletos aproximadamente del 83% de lo vendido en 2019⁸.

En el siguiente cuadro se presentan diversos escenarios sensibilizando el flujo de ingresos suponiendo variaciones hacia arriba y hacia abajo en recaudación futura respecto de 2025. El escenario base, como ya se mencionó, es el que se corresponde con una recaudación estabilizada en el orden de la ocurrida en 2025.

Cuadro 7: Período de repago estimado

	Recaudación Anual en MM UI	Millones de Boletos	Repago en años desde la emisión	Fecha estimada
Reducción 10%	1.457	190	14,4	Jul-38
Reducción 5%	1.537	201	13,7	Oct-37
2025	1.618	211	12,9	Ene-37
Aumento 5%	1.699	222	12,3	Jun-36
Aumento 10%	1.780	232	11,8	Dic-35

Fuente: CARE

Como puede observarse, en el escenario base la operación se cancelaría en 12 años y 10 meses desde la emisión, y sería aproximadamente en enero 2037. Mientras que en un escenario más adverso que se corresponde con una recaudación que caería en un 10% a partir de 2027, el período de repago aumentaría en 18 meses (julio 2038).

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 (cambios en la política de transporte) que no corresponden a este capítulo. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por descalce de monedas. En este caso este riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación (UI) y los ajustes de las tarifas de transporte, principal ingreso de las empresas, se realizan en pesos, y se puede suponer razonablemente que también se ajustarán según la inflación por el período de amortización del título que se emite. *Riesgo casi nulo.*

⁸. Suponer que no se recuperará en su totalidad la recaudación del año base (2019) es un criterio realista. Es suponer que hubo un cambio estructural en el comportamiento de los montevideanos, lo cual parecería posible consecuencia del mantenimiento del teletrabajo parcial, así como el notorio crecimiento del parque automotor.

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 transporte colectivo de pasajeros en el Departamento de Montevideo está estrictamente regulado por la IM en todos sus aspectos, tanto operativos (líneas y frecuencias), como económicos (tarifa). Se trata de un servicio prestado en carácter de concesión, a través del otorgamiento de permisos por parte de la IM. Asimismo, la IM garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas (legales y reglamentarias) que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el Contrato de Fideicomiso.

Las tarifas son ajustadas en base a una paramétrica de costos y a las informaciones surgidas de sus estados financieros, de la información de ingresos obtenida directamente de la tecnología a bordo de las unidades, de las declaraciones juradas presentadas por las empresas acerca de la recaudación y de sus costos, todas ellas auditadas.

En este sentido, la IM a través del artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros, establece que las tarifas de pasajes deberán responder a la realidad del transporte, en base a una ecuación racional para el cálculo de las mismas, que garantice el equilibrio económico de las empresas de transporte.

Actualmente prestan el servicio CUTCSA, COMESA, COETC y UCOT, las dos primeras bajo la forma jurídica de sociedades anónimas y las restantes como cooperativas. Circulan aproximadamente 1528 ómnibus, bajo 140 líneas y hay 107 destinos y 4721 paradas. En total, se estima que el servicio ocupa en el entorno de 7.000 personas.

Todas las empresas que integran el sector en la actualidad, participan en el Fondo (CUTCSA, COETC, UCOT y COMESA) y ante el traspaso de permisos entre estas empresas, aquellas que los adquieren estarán obligadas a contribuir por dichos permisos al Fondo. De la misma forma se procederá en caso que desaparezcan estas empresas y sus permisos sean tomados por otras empresas.

La IM en el Contrato de Fideicomiso se compromete a que el porcentaje de permisos gravados con las contribuciones con relación a los permisos totales del sistema, en todo momento no sea inferior al porcentaje que representen dichos permisos gravados al momento de la emisión por parte del Fideicomiso, con una tolerancia de hasta un 1% menos.

El Mercado

La demanda por servicios de transporte urbano de pasajeros venía mostrando una leve tendencia a caer en el largo plazo, bastante predecible, al menos hasta la aparición de la pandemia del coronavirus, que generó un impacto muy importante sobre el servicio.

La venta de boletos que llegó a un máximo de 294 millones de boletos en el año 2013, cayó para ubicarse en 249 millones de boletos en 2018, y en el 2019 había mostrado un pequeño incremento para dejarlo en 255 millones. Esto implica una reducción de un 2,34% anual durante ese período de seis años. No obstante, la recaudación bruta en unidades indexadas en ese mismo período se mantuvo en términos generales (-0,03%). Esto confirma que la IDM tiene en cuenta al momento de realizar los ajustes de precios la situación del sector, con el objetivo de mantener un cierto equilibrio económico de las empresas.

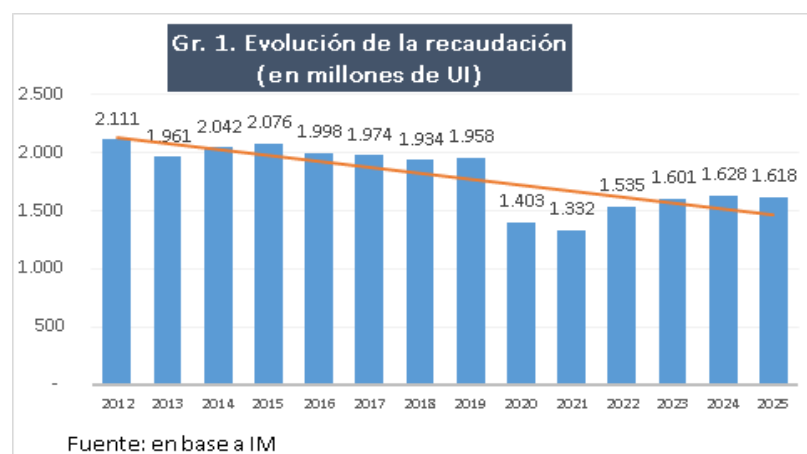
En el cuadro 4 se pudo apreciar resumidamente las principales cifras del sector en términos de venta de boletos e ingresos totales, en moneda corriente y en UI. Los ingresos se componen de la recaudación directa de la plataforma (STM y ventas en el ómnibus), los pases libres, abonos institucionales y el subsidio que las empresas perciben de la IM en compensación por la bonificación a los usuarios estudiantes y jubilados de entre 50 % y 30 % del costo del boleto. Esos valores no incluyen los subsidios del MEF (boletos estudiantes gratuitos) ni el fideicomiso del boleto.

a) Los efectos del Covid -19 y la posterior recuperación.

A partir de 2020 y como consecuencia de la crisis sanitaria generada por la aparición del COVID -19, el sistema de transporte colectivo urbano de pasajeros registró una importante caída en la cantidad de pasajeros transportados y en los ingresos.

La venta acumulada de boletos al cierre del año 2020 fue un 37% menor respecto del año 2019, un año que puede considerarse como normal de la pre-pandemia. En el año 2021 la venta de boletos recupera levemente respecto de 2020 (5,7%), en 2022 muestra un sensible incremento (+ 23%) y en 2023 y en 2024, vuelve a crecer, pero más levemente y a tasas decrecientes. En 2025 la venta de boleto cae respecto del año anterior, luego de 4 años de recuperación, quedando un 17,2% por debajo de 2019.

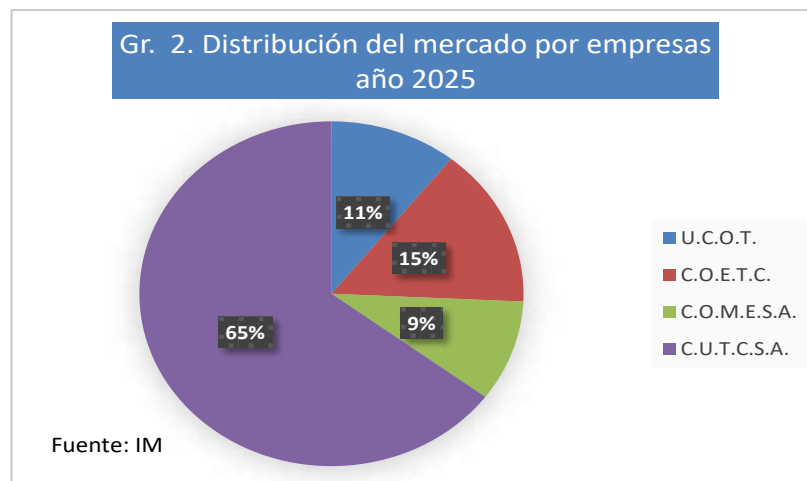
Por su parte, los ingresos brutos de las empresas muestran un comportamiento muy similar, levemente amortiguado durante la pandemia debido al aumento de los subsidios.



CARE supone para realizar sus proyecciones que la venta de boletos y los ingresos fideicomitados probablemente se mantengan en los niveles actuales.

b) Estructura del servicio

La distribución del servicio entre las empresas no es homogénea sino que hay una notoria supremacía de la empresa CUTCSA sobre las demás, seguida de COETC, luego vienen UCOT y COMESA con una participación un poco menor. Esto se puede apreciar en la gráfica siguiente.



c) Compromisos medioambientales del Sistema de Transporte.

Las empresas participantes del fondo se han venido involucrando en la realización de acciones ambientales y políticas de sostenibilidad. Entre éstas, se destaca el Proyecto MOVÉS "Hacia un sistema de movilidad urbana eficiente y sostenible en Uruguay" (URU/17/G32), que tiene el objetivo de promover un sistema de movilidad sostenible, bajo en carbono, eficiente e inclusivo, basado en la mejora de las capacidades institucionales, el desarrollo de una regulación adecuada, la aplicación de tecnologías innovadoras y la promoción de un cambio cultural.

En ese mismo sentido, CUTCSA tiene una Política Ambiental que contempla la gestión del consumo de energía, emisiones y residuos, mide y reporta las emisiones de gases de efecto invernadero y cuenta con metas de reducción de emisiones definidas. De igual manera, mide y reporta el volumen de sus residuos sólidos y consumo de agua. Esta empresa ya se comprometió a que todas las nuevas unidades serán eléctricas y también adhirió a la Declaración de la COP 26 sobre aceleración de la transición hacia la meta del 100 % de automóviles y flotas de transporte cero emisiones: Vehículos de Cero Emisiones (ZEV)

En el marco de estas políticas se lleva adelante desde 2016 un recambio sostenido de la flota, migrando a buses híbridos/eléctricos a partir de los resultados observados en pruebas realizadas.

Estos objetivos medioambientales están perfectamente alineados con las políticas departamentales y nacionales con respecto al cuidado del ambiente, lo que seguramente debería contribuir a reducir riesgos de la operación, al poder contar con apoyos públicos en el caso de ser necesario.

d) Cambios en el sistema de transporte

Los principales cambios que se produjeron en el actual sistema de transporte son la implantación del Sistema de Transporte Metropolitano (STM) y el Plan de Movilidad Urbana (dentro del cual se encuentra el desarrollo del STM). Ambos se encuentran en curso actualmente.

Si bien está a estudio la implementación de un nuevo sistema de transporte este se basaría en la estructuración de troncales que son las principales vías por los que ingresa y sale del sistema la mayor cantidad de pasajeros de ómnibus. En esos troncales circularían ómnibus grandes de alto desempeño capaces de trasladar a 250 personas. También habría puntos de intercambio de líneas hacia unidades de menor porte y los diferentes recorridos llegarían a cada troncal en una combinación intermodal. De concretarse esta alternativa -u otra- es muy probable que la nueva actividad se integre al sistema. Por otra parte, lo que busca es un mayor uso del transporte colectivo, por lo que, de resultar exitosa los ingresos del sistema de transporte en vez de bajar, probablemente mejoren.

Todo lo dicho da una idea de la dimensión económica y social del servicio de transporte urbano, lo que en gran medida explica la razonable seguridad que CARE considera tiene el mantenimiento de las políticas públicas, esencial en la proyección de los flujos que aseguran el repago de los títulos.

Riesgo de mercado: Si bien el mercado muestra señales de que se venía debilitando en los últimos años y que a su vez fue fuertemente afectado en 2020 como consecuencia de la pandemia, el riesgo de mercado está adecuadamente controlado, ya que además de ser un sector fuertemente regulado, cualquier reducción en los ingresos se compensa con el alargamiento de los plazos de pago. *Riesgo casi nulo.*

Las políticas públicas

Como ya fuera dicho, el sector del transporte urbano de pasajeros en Montevideo se encuentra fuertemente regulado por parte de la IM, 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 para la Renovación Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo y además el Fideicomitente del Fideicomiso STM que, para el caso de esta operación, oficia de garantía. En este sentido, las decisiones que se tomen a través de las políticas públicas tendrán una incidencia directa sobre el sector. Esta fuerte intervención, para el caso que nos ocupa, constituye la principal fortaleza del sistema por cuanto tiene por objetivo explícito brindar un servicio considerado esencial a través de empresas concesionarias que necesariamente deben tener un equilibrio económico que asegure su sostenibilidad en el tiempo. En otros términos, la IM debe velar por la seguridad de los flujos futuros que se fideicomiten.

Este compromiso, se manifiesta en la normativa actual tal como se ha mencionado a lo largo de este informe y, en particular, en el Informe Jurídico anexo en la calificación original.

Riesgo de políticas públicas: La fuerte regulación de la IM y las normas ya citadas y analizadas exhaustivamente en el Informe Jurídico, le da al fideicomiso 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 inversor⁹.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

⁹. **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.**