

**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, mayo de 2025

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
12	II LOS TITULOS DE DEUDA
15	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO I INFORME JURIDICO	

**CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE “FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS FIDEICOMISO FINANCIERO III”
28 - mayo - 2025**

Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública en dos Series:
Serie 1:	a emitirse en Unidades Indexadas por hasta UI 146.000.000 de valor nominal.
Serie 2:	a emitirse en Unidades Previsionales por hasta UP 549.000.000 de valor nominal.
Plazo,	variable en función del flujo de fondos cedidos (aproximadamente 10,8 años la Serie 1 y 9,7 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.
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:	A ser definida previo a la emisión (el modelo financiero supuso 4,83% para la serie en UI y 3,75% 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:	Ing. Julio Preve, Ing. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	AA uy ¹
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril 2026 ²
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

¹ . La misma puede variar ante la ocurrencia de hechos relevantes.

². De emitirse este año

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha calificado los títulos de deuda a emitir con el respaldo del llamado “Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero III” con 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 plantea la emisión de títulos representativos de deuda escriturales en dos series. La Serie 1 será en unidades indexadas y se emitirán hasta 146 millones, y la Serie 2 se emitirá en unidades previsionales por hasta 549 millones.

El repago de los títulos estará respaldado por los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 5% (50% para cada serie) 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 realiza al amparo de la Ley 17.703 y en el proceso de su estructuración se cumplen 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. (Véase Informe Jurídico en el Anexo I).
- 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.
- 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.
- Se encontrarán obligadas a realizar la contribución al Fondo, todas las empresas de transporte que participen inicialmente en la operación y tengan actualmente el permiso o la concesión respectiva de parte del MTOP, y todas aquellas que obtengan en el futuro alguno de los permisos o concesiones de las empresas que participen inicialmente en el Fondo, las cuales deberán aportar por la recaudación correspondiente a dichos permisos o concesiones. Las empresas de transporte que participarán inicialmente en el Fondo y que se encontraran 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 en 2023, que es la que se considera como escenario base para el futuro es un 10,5% menor a la del año 2019, previo a la pandemia, y se estima que en el mediano plazo se mantendría en el entorno de ese nivel.
- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda, permitiría según el prospecto y para el escenario base, el repago de los títulos de deuda en 10,8 años para los de la Serie 1 y de 9,7 años para los de la Serie 2. 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 (ver Sección IV).

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 y 2021. 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.
- En febrero de 2025 se canceló el "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II", que al igual que el primero se ejecutó sin mayores inconvenientes.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública a ser 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 será de hasta UI 146.000.000 (ciento cuarenta y seis millones de Unidades Indexadas) y UP 549.000.000 (quinientos cuarenta y nueve millones de Unidades Previsionales).

Los títulos que se califican se emiten 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 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.

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, realizará la cesión del flujo con el objetivo de obtener el financiamiento para destinar los fondos que se obtengan 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 es para la financiación de las actividades e insumos 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 que serán 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 el Cr. Martín Durán Martínez, por el Ing. Julio Preve, y por el Ing. Adrián Tamber y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe se anexa a éste.

2. 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 autorizan 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 actualmente 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 inicialmente 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 establece como requisito, que el Fiduciario reciba 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 constituye el Fideicomiso Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero III, que emitirá Títulos de Deuda a favor de inversores, de acuerdo con los términos y condiciones que se establecen en el contrato.

3. Objeto de la calificación, información analizada, procedimientos operativos

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo del o los beneficiarios, de recuperar el monto por el que adquirieron los títulos de deuda en las condiciones de interés y plazo, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:

- Contrato de fideicomiso financiero de oferta pública entre el Ministerio de Transporte y Obras Públicas en su calidad de administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros y EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
- Prospecto informativo con sus correspondientes anexos de Contratos y Acuerdos Marco y conformidad de las empresas de transporte.
- Ley 18.878 de 29 de diciembre de 2011 y sus decretos reglamentarios

- Modelo Financiero. Cronograma tentativo de pagos.
- Estados Contables de la fiduciaria al 31/12/2024
- Informe de las contingencias jurídicas del Anexo I.

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas administradas por terceros, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo, estos son:

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los títulos de deuda.
- b) La administración, en este caso la fiduciaria EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
- c) El activo subyacente y el flujo esperado de fondos que dan lugar al instrumento.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota.

Los puntajes a los diferentes indicadores se asignan según escalas previamente establecidas recogidas en el manual⁴.

A partir del puntaje global se asigna la nota según las equivalencias establecidas en tabla correspondiente del manual⁵.

⁴. Véase Tabla 1 del mismo.

⁵. Véase Tabla 2, op. cit.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán adquiridos por el o los beneficiarios, en oferta pública. Los bienes fideicomitados para el pago de dichos títulos están constituidos por 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 de Administración del Boleto, 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.

Los Títulos de Deuda serán emitidos en Unidades Indexadas (Serie 1) y en Unidades Previsionales (Serie 2).

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.- Hasta UI 146.000.000 (unidades Indexadas ciento cuarenta y seis millones). Serie 2.- Hasta UP 549.000.000 (unidades previsionales quinientos cuarenta y nueve millones).
Interés:	A determinar por las Empresas de Transporte previo a la emisión. 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:	Una vez registrada la oferta pública por el BCU.
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 acompaña éste como Anexo I. El informe analiza la estructura jurídica de la emisión en el marco de la Ley 18.878, el Decreto del Poder Ejecutivo N° 91/025; así como las normas de la Ley de Fideicomiso N° 17.703. Está elaborado en base al análisis del Prospecto Informativo (borrador), con los siguientes Anexos: (I) Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero (borrador), (II) borradores de Documentos de Emisión del Título de Deuda (Serie 1 y Serie 2); (III) El Acuerdo Marco Para la Participación en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, firmado el 30 de abril de 2025; (IV) el documento denominado Conformidad de las Empresas de Transporte, firmada el 30 de abril de 2025 y (V) el Contrato de Entidad Representante (borrador), entre el EF AFISA y BEVSA en representación de los futuros Titulares.

Del análisis de los diferentes documentos, previo a la realización de un análisis más profundo, el informe jurídico adelanta *“como concepto general que **no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores**”*.

Del informe jurídico se destacan los siguientes aspectos:

- El transporte suburbano es la concesión de un servicio público, lo que se conceptualiza como un contrato de derecho público mediante el cual la Administración encarga a un particular la ejecución temporal de un servicio por cuenta y riesgo del concesionario, reservándose la Administración ciertas potestades organizativas.
- En este marco se aprobó la ley 18.878, que 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.
- En 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, la novedad es que se sustituye uno de los subsidios afectados en garantía, a saber: los recursos provenientes del *Fideicomiso del Boleto* extinguido por vencimiento del plazo en diciembre de 2024; ahora en cabeza del *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 será 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 CARE 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 al 31 de diciembre de 2024 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar 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.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados al 31/12/2024 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo Corriente	33.440	26.198	26.974
Activo no Corriente	290.099	248.688	245.533
Total Activo	323.539	274.886	272.507
Pasivo Corriente	45.457	38.315	43.807
Pasivo no Corriente	249.374	211.246	204.187
Total Pasivo	294.830	249.561	247.994
Patrimonio	28.708	25.325	24.512
Total Pasivo y Patrimonio	323.539	274.886	272.507
Razon Corriente	0,74	0,68	0,62

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2024 muestran un crecimiento en la facturación respecto al mismo periodo del año anterior lo que se refleja en el resultado final.

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

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingresos Operativos	95.753	85.442	80.546
Gastos Adm. y Vtas.	(78.523)	(71.408)	(66.556)
Resultado Operativo	17.230	14.033	13.990
Resultados Financieros	(11.495)	(11.743)	(28.054)
Resultados antes de impuestos	5.735	2.290	(14.064)
IRAE	(2.352)	(1.477)	2.685
Resultado del período	3.383	812	(11.379)
Res Operativos/Ingresos	17,99%	16,42%	17,37%
Res Ejercicio/Ingresos	3,53%	0,95%	-14,13%

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 crea para darle continuidad a una operación similar ya cancelada y cuyo desempeño resultó satisfactorio.

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 pasado mes de febrero del corriente año 2025.

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 millones que deberá cancelarse una vez recibida la emisión.

Se prevé la emisión de dos series de Títulos de Deuda⁶.

Serie 1: hasta UI 146 millones (Unidades Indexadas).

Serie 2: hasta UP 549 millones (Unidades Previsionales).

El interés a pagar por los títulos se determinará por parte de las empresas de transporte previo a la emisión; la amortización será mensual en montos variables en función de los créditos recibidos al igual que el plazo.

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.

⁶ A la fecha de redactar este informe esto representa un monto de, aproximadamente, USD 44 millones distribuidos en partes similares para cada serie.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente es el flujo futuro de ingresos que se transferirá 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 tendrá 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 (70,5%), aunque también representa un ingreso significativo los provenientes del Fideicomiso de Boleto (23,4%), que se sustituye por el Fideicomiso para la Movilidad Sostenible.

Cuadro 3.- Recaudación bruta total de las Empresas de Transporte en UI (año 2023)

	Recaudación	Compensación	Reintegro	Total de Empresas
	Boletos	Abonos	Fideicomiso	Intervinientes
Ingresos	501.931.154	43.121.028	166.948.980	712.001.162
Porcentaje	70,5%	6,1%	23,4%	100,0%

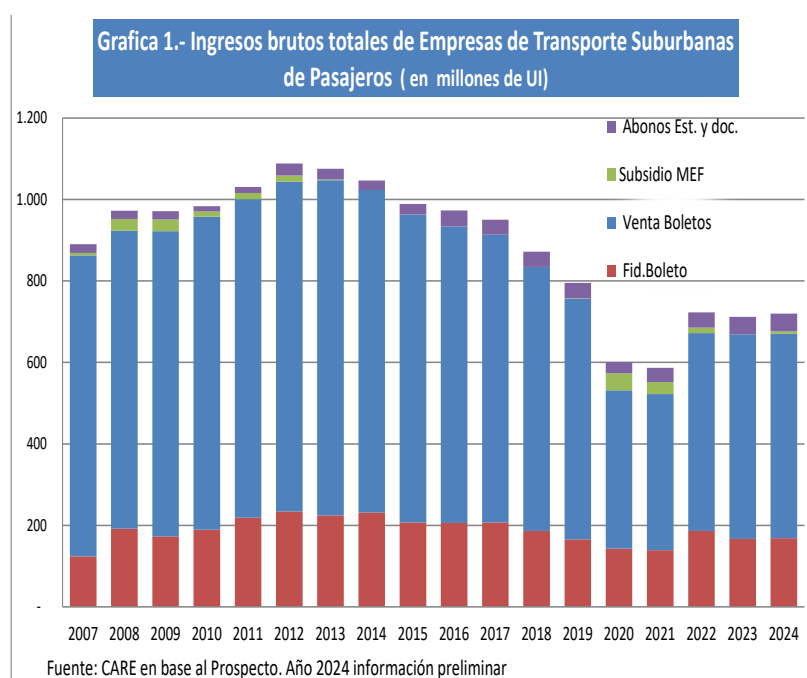
Fuente: El Emisor. Modelo Financiero

Las empresas del transporte colectivo suburbano de pasajeros son 9 en total y todas participarán 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 2023, que incluyen la venta de boletos y los abonos, los aportes de los Fideicomisos (del Boleto y para la Movilidad Sostenible), la compensación por gratuidad y el subsidio del MEF, se ubicaron en 712 millones de UI, un 10,5% más bajos que en 2019. Muy probablemente este parece ser el nuevo nivel de equilibrio, y es el que se considera para realizar las proyecciones en el año base. Con la recaudación real a agosto de 2024, CARE proyectó los ingresos para ese año completo y se habría ubicado un 1,1% por encima de 2023.

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. Por estos motivos, al momento de sensibilizar el flujo de ingresos será necesario contemplar especialmente diferentes niveles de reducción en los ingresos.

Los ingresos derivados del Fideicomiso del Boleto, representan aproximadamente un 23,4% de los ingresos totales del sector y muestran una tendencia similar al de la venta de los boletos; aumenta hasta 2012-2014 para luego decrecer levemente.



Estimación del período de repago

A los efectos de estimar el período previsto de repago de los títulos de deuda es necesario realizar supuestos de ingresos esperados y de la tasa de interés a la cual se coloquen finalmente los títulos.

En el escenario base, el prospecto presentado a CARE por parte del estructurador supone una tasa de interés del 4,83% en UI para la Serie I y de 3,75% en UP para la serie II. Esto supone una prima de 1,5% por encima de la curva en UI (CUI) a 10 años para los títulos en esa moneda y también 1,5% por encima del rendimiento de una Nota del Tesoro en UP al 2036 para los títulos de la Serie II. Las tasas consideradas para el escenario base parecen razonables a juicio de CARE, no obstante el período de repago se sensibilizará considerando tasas mayores.

Los ingresos esperados para el escenario base suponen el mantenimiento de los niveles actuales de recaudación bruta, lo que también resulta razonable, ya que en años más recientes se habría estabilizado en estos niveles. Al igual que para el caso de la tasa de interés, el período de repago se sensibiliza suponiendo menores niveles de ingreso.

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).

Sensibilización

El estructurador presenta 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, los resultados se presentan en siguiente cuadro.

Cuadro 4.- Sensibilización de período de pago de los títulos de deuda en años

Variación anual de ingresos	Serie 1, en unidades indexadas		Serie 2, en unidades indexadas	
	Años	Meses	Años	Meses
-15%	13	5	11	11
-10%	12	4	11	1
-5%	11	6	10	4
0%	10	8	9	8
5%	10	0	9	2
10%	9	6	8	8

Fuente: El Prospecto

Puede observarse que en la peor situación, que sería con una reducción de un 15% en la recaudación bruta, el período de la Serie I pasaría a ser de 13 años y 5 meses (aumento de 2 años y 9 meses), mientras que el de la Serie II pasaría a ser de 11 años y 11 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 del año de inicio, es muy alto y de muy baja probabilidad de ocurrencia.

CARE realizó sensibilizaciones adicionales, suponiendo mayores tasas de interés para los títulos y reducciones anuales en los niveles de recaudación bruta, los resultados se presentan en los siguientes cuadros.

Cuadro 5.- Años necesarios para el repago de los Títulos Serie 1 (UI). Sensibilización del flujo de ingresos.

Tasa Interés	Reducción anual de los ingresos en porcentaje				
	0,0%	-0,5%	-1,0%	-1,5%	-2,0%
4,33%	10,42	10,83	11,33	11,82	12,42
4,83%	10,75	11,25	11,75	12,25	12,92
5,33%	11,17	11,58	12,17	12,83	13,50
5,83%	11,50	12,08	12,67	13,42	14,25

Fuente: CARE en base al Modelo Financiero

Como surge del cuadro, en la peor situación de tasa de interés y de caída de los ingresos cedidos al fideicomiso, se cancelarían los títulos de deuda de la serie I en 14 años y 3 meses. Esta situación estaría suponiendo una tasa de interés de 2,5% adicional sobre la CUI y una reducción de los ingresos de un 2% acumulativo anual, que en los 14 años implicaría una reducción de un 32% con relación a los niveles actuales; ambas situaciones de muy baja probabilidad de ocurrencia

Cuadro 6.- Años necesarios para el repago de los Títulos Serie 2 (UP). Sensibilización del flujo de ingresos.

Tasa Interés	Reducción anual de los ingresos en porcentaje				
	0,0%	-0,5%	-1,0%	-1,5%	-2,0%
3,50%	9,58	9,92	10,25	10,67	11,08
3,75%	9,67	10,00	10,42	10,83	11,25
4,00%	9,83	10,17	10,58	11,00	11,50
4,25%	10,00	10,33	10,75	11,17	11,67

Fuente: CARE en base al Modelo Financiero

Por su parte, los títulos de deuda de la serie II en la peor situación se cancelarían en 11 años y 8 meses. Esto estaría suponiendo una tasa de interés de 2% adicional sobre la Nota del Tesoro a 2036 y una reducción de los ingresos de un 2% acumulativo anual que en los 11 años implicaría una reducción de un 25% con relación a los niveles actuales; que al igual que en el caso anterior sería 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

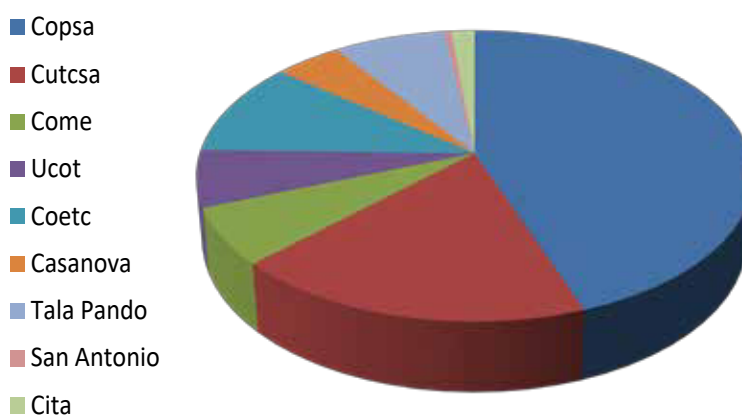
El transporte colectivo de pasajeros en líneas metropolitanas está estrictamente regulado por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas a través de la Dirección Nacional de Transporte en todos sus aspectos, tanto operativos (líneas y frecuencias), como económicos (tarifa). Se trata de un servicio 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% del mismo en el año 2023, tomando como base la recaudación del sector.

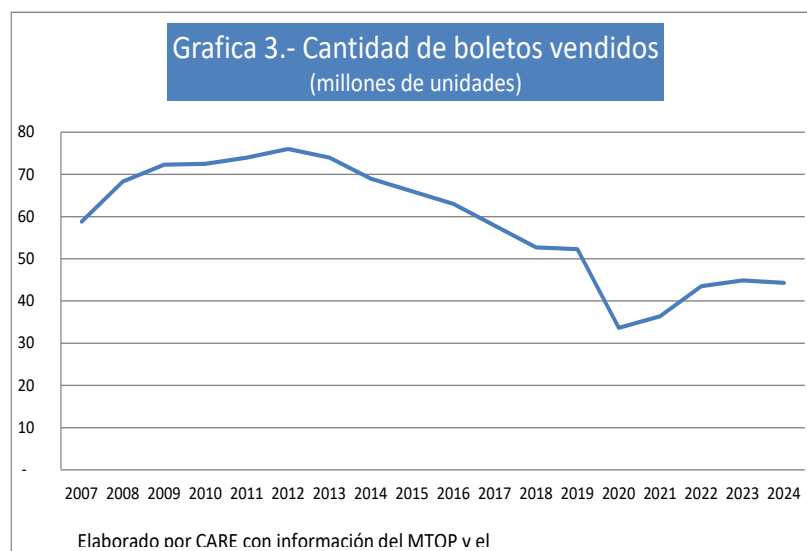
Grafica 2.- Participación de las empresas en el Fideicomiso
(año 2023)



Fuente: en base al prospecto

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 2024 un nivel en el entorno de los 720 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 (Tren Tram entre otros), 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 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 18.879 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 inversor⁷.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

⁷. **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.**

ANEXO I
INFORME JURIDICO

“FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS FIDEICOMISO FINANCIERO III”

Informe Jurídico

I. Consideraciones generales y marco normativo de la estructura

El presente negocio fiduciario es el tercero que se estructura en el ámbito legal diseñado por la Ley 18.878 y su reglamentación. Como idea muy general, se trata de un sistema creado para la asistencia financiera a las empresas transportistas que se desempeñan bajo la modalidad de concesión de un servicio público; en el caso: **el transporte colectivo suburbano de pasajeros** entre Montevideo y su área metropolitana. El acto de concesión se formaliza mediante un contrato entre la Administración y el Concesionario, cuyo asidero normativo tiene como base el artículo 51 de la Constitución de la República. Nuestra más prestigiosa doctrina lo conceptualiza como un contrato de derecho público mediante el cual la Administración encarga a un particular la ejecución temporal de un servicio público por cuenta y riesgo del concesionario, reservándose la Administración ciertas potestades organizativas sobre el servicio¹. El precio o contraprestación que percibe el concesionario no lo paga la Administración concedente sino los usuarios del servicio ejecutado.

Aceptando la pertinencia de este marco conceptual a la actividad involucrada, se debe apuntar que la Ley 18.878 crea en su primer artículo el **Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros**², como un patrimonio de afectación separado e independiente. Como tal, este patrimonio autónomo carece de personería jurídica, la segregación patrimonial refiere al patrimonio del **MTOP, persona jurídica titular y administrador del Fondo** según el texto legal. Como ha sucedido para otros sectores de la economía, el Estado crea por vía legislativa un patrimonio autónomo afectado a fines específicos y, por la misma vía, crea una fuente de financiamiento consistente en una contribución económica que deben pagar los mismos beneficiarios del patrimonio creado. Este tipo de ley prevé – entre otras cosas - la posibilidad de ceder o securitizar los recursos del Fondo y habilita a texto expreso el uso del fideicomiso financiero como vehículo, al tiempo que legitima la participación de la entidad pública como fiduciante y establece que el Estado es garante de la estabilidad de estas normas jurídicas.

Los objetivos concretos del Fondo son: la cancelación de los pasivos financieros de las empresas de transporte, financiar las inversiones imprescindibles para el cumplimiento del servicio que prestan y amortizar las deudas contraídas por el Fondo para atender los objetivos anteriores.

Bajo esta estructura jurídica se realizaron dos *securizaciones* de activos, a saber: **(i) el FTS I**, reglamentado por el Decreto 37/012) y **(ii) el FTS II**, según Decreto 363/017). En ambos casos se utilizó el mecanismo del fideicomiso financiero y la cesión a la nueva estructura fiduciaria quedaba condicionada a la cancelación previa de la anterior. A la fecha, ambas estructuras finalizaron por el cumplimiento de su objeto. Por lo cual y habiendo manifestado las partes el interés de instrumentar un nuevo mecanismo de financiamiento y en cumplimiento de los mismos objetivos del Fondo, es que nace la emisión proyectada al abrigo del Decreto de Poder Ejecutivo 91/025 y bajo el nombre de “**FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS FIDEICOMISO FINANCIERO III**” (en adelante FTS III).

En efecto, por 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 *securización* de los activos del Fondo recurriendo al fideicomiso financiero como vehículo emisor y de ese modo obtener los recursos para el cumplimiento de los objetivos del sistema, priorizando en este caso, la renovación de la flota de ómnibus. Al igual que la estructura anterior, la norma fija la contribución a cargo de las empresas en el tope legal del 5% de la venta bruta de boletos y los subsidios contemplados en la normativa.

¹ Enrique Sayagués Laso, Tratado de Derecho Administrativo, tomo II, FCU, 7º edición, abril 2002, ps. 11-19.

² En adelante el **Fondo** o **FTS** (cuando se haga referencia a los fideicomisos financieros).

En este aspecto, la novedad es que se sustituye uno de los subsidios afectados en garantía, a saber: los recursos provenientes del **Fideicomiso del Boleto** extinguido por vencimiento del plazo en diciembre de 2024; ahora en cabeza del **Fideicomiso para la Movilidad Sostenible**, creado por los artículos 584 a 586 de la Ley 20.212 y su reglamentación por Decreto 134/024.

Las partes constituyentes de este tercer negocio fiduciario son las mismas: el MTOP en tanto Administrador legal del Fondo, será el **Fideicomitente** y EF ASSET MANAGEMENT AFISA (en adelante EF AFISA) será el **Fiduciario**. Los **Beneficiarios** serán los Titulares de los Títulos de Deuda a emitirse.

El presente informe versa sobre la estructura jurídica de esta segunda emisión al abrigo de la Ley 18.878, el Decreto del Poder Ejecutivo N° 91/025; así como las normas de la Ley de Fideicomiso N° 17.703, en particular su artículo 25. Está elaborado en base al análisis del Prospecto Informativo (borrador), con los siguientes Anexos: **(I)** Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero (borrador), **(II)** borradores de Documentos de Emisión del Título de Deuda (Serie 1 y Serie 2); **(III)** El Acuerdo Marco Para la Participación en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, firmado el 30 de abril de 2025; **(IV)** el documento denominado Conformidad de las Empresas de Transporte, firmada el 30 de abril de 2025 y **(V)** el Contrato de Entidad Representante (borrador), entre el EF AFISA y BEVSA en representación de los futuros Titulares.

De su compulsula puede adelantarse como concepto general que no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores. En los siguientes capítulos abordaremos los tópicos que merecen comentarios singulares en aras de una óptima y completa información.

II. El contrato de Fideicomiso financiero³. Cláusulas centrales

Objeto. Consiste en la constitución de un patrimonio de afectación autónomo bajo las disposiciones de la Ley de Fideicomiso N° 17.703 y la Ley 18.878, mediante el cual el MTOP como Fideicomitente transfiere determinados bienes y derechos a dicho patrimonio por todo el plazo del negocio y según las finalidades del mismo. Por su parte, EF AFISA como Fiduciario emitirá los valores en el mercado de capitales y su producido, previa deducción de gastos, lo entregará al Fideicomitente para dar cumplimiento a los objetivos del Fondo, y administrará el flujo de créditos cedido pagando a los titulares de los valores el derecho emergente del título hasta su completa cancelación.

En la especie y al tenor del artículo 25 de la Ley 17.703 el Fiduciario emitirá Títulos Representativos de Deuda (en adelante TD), que otorgan un derecho de crédito (capital invertido más una renta fija) y cuya fuente de repago será, como se dijo, el flujo de fondos proveniente del Fondo, de acuerdo al artículo 2 de la Ley 18.878 y la garantía que le accede, según las particularidades dispuestas por el Decreto 91/025.

Precisando el contenido del Patrimonio del Fideicomiso debemos recurrir a algunas definiciones del plexo convencional. Así, los bienes transferidos por el fiduciante están definidos bajo el término **Créditos** como: ***“los derechos de crédito transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso, por efecto resultante del Contrato de Fideicomiso, correspondientes a la contribución del 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 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***

³ El Contrato (con mayúscula) refiere en todos los casos al constitutivo del Fideicomiso Financiero.

*pudiera establecerse en el futuro*⁴.

El elenco subjetivo de obligados con el Fondo está acotado a las *empresas que explotan líneas de servicios de transporte suburbano de pasajeros*, que bueno es decirlo, refiere específicamente a “...aquellas líneas que tienen origen o destino en Montevideo y cuyo recorrido total está incluido dentro de una zona que será definida por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, en los términos del decreto 285/006 para la definición de las líneas metropolitanas”. Por lo cual, cabe estar a esta definición concreta para advertir las empresas y servicios incluidos.

Cabe apuntar que en la presente estructura se suma la empresa *TALA PANDO*, confirmándose las demás empresas beneficiarias de estructuras anteriores.

La *incorporación de los Créditos y notificación* al patrimonio fiduciario se verifica entre las partes con la firma del Contrato de Fideicomiso, por el cual el fiduciante cede y transfiere, libre de obligaciones y gravámenes la totalidad de los flujos de fondos, por el plazo suficiente para el repago de todos los derechos bajo los TD a emitirse y todos los gastos, tributos y demás costos del Fideicomiso. A su vez, la cesión incluye “el derecho a ser beneficiario de la Garantía establecida” (artículo 15 de la Ley 18.878). La notificación de la cesión del derecho de garantía corresponde al MTOP como Administrador del Fondo y está regulada en el *ACUERDO MARCO* anexo al Contrato. Por fin, la cláusula 9 del Contrato dispone que el Fideicomitente se obliga a notificar a las Empresas de transporte adheridas al Fondo y también aquellas que existan en el futuro, en cuyo caso la notificación deberá verificarse al momento de otorgar el permiso o concesión⁵.

Emisión de los Títulos de Deuda (cláusulas 12 y 13). El Fiduciario emitirá **Títulos representativos de deuda escriturales y de oferta pública**. La emisión se hará en dos Series, la primera en Unidades Indexadas por hasta **UI 146.000.000** y la segunda en Unidades Previsionales por hasta **UP 549.000.000**.

En el Prospecto y Contrato no luce la tasa de intereses pues la misma será determinada con las Empresas de Transporte en forma previa a la Emisión, evento lógicamente supeditado al registro en el BCU. Los TD tendrán amortizaciones mensuales y variables en función de los *Créditos* recibidos y por la misma razón será variable el plazo de los TD y del Fideicomiso.

Notas diferenciales. Cabe consignar algunas modificaciones en el proceso de Emisión respecto a las estructuras precedentes.

En primer lugar, no se prevé tasa de mora ante el incumplimiento en cualquier Fecha de Pago, sustituyéndose por la capitalización de los intereses devengados y no pagados en la fecha debida.

En segundo lugar, en este Fideicomiso no habrá plazo de gracia, pues la estructura anterior (FTS II), se canceló con anterioridad según surge de la cláusula de *Antecedentes* del Contrato⁶.

En tercer lugar, concierne a la Emisión apuntar que en el año 2024 el BROU otorgó un préstamo puente al FONDO por hasta u\$d 7.000.000. Si bien el Contrato no determina en qué momento el Fideicomitente deberá cancelar dicho préstamo, sí lo hace el Decreto 91/025 en el artículo 19: “se destinará con prioridad lo producido de su emisión a la cancelación del préstamo puente emitido por el Banco de la República Oriental del Uruguay y otorgado a cada una de las empresas del sector suburbano de transporte de pasajeros que haya tomado dicho préstamo”.

Dicho esto y según ordena la cláusula 11 del Contrato, los fondos que se obtengan por la colocación de los TD, previa deducción de los gastos allí indicados, serán transferidos al MTOP como fiduciante para que en su

⁴ En la redacción se incluye el *Fideicomiso del Boleto* y el *Fideicomiso para la Movilidad Sostenible*, como si fueran subsidios que se acumulan, cuando en realidad el segundo sustituye al primero. Esto obedece a que el texto de la cláusula contractual tiene una redacción anterior a la extinción del *Fideicomiso del Boleto*.

⁵ Lo resumido en estos primeros párrafos surge de las cláusulas 1 a 9 del Contrato.

⁶ La lógica de la gracia, era evitar que la nueva emisión comprometiera recursos excediendo el tope de la contribución habilitado por la Ley. Por ello en la anterior decía: “Desde la Fecha de Emisión hasta la cancelación completa de todas las obligaciones correspondientes al Fondo del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero”. Como viene dicho, en el caso es innecesario.

rol de Administrador lo aplique al cumplimiento de sus objetivos, de conformidad con lo dispuesto en la Ley 18.878, el Decreto 91/025 y, en particular, las pautas diseñadas en la cláusula 26 del Contrato.

En cuanto al procedimiento (suscripción, adjudicación e integración), el contrato remite en su cláusula 13 a las emergencias del Prospecto. Se mantiene en el caso la práctica de segmentar la oferta según el perfil del inversor en dos grupos: los minoristas o inversores no profesionales y los inversores institucionales, profesionales o mayoristas. En la presente estructura se define a los primeros dentro del **Tramo no Competitivo** y los segundos dentro del **Tramo Competitivo**, cuyas particularidades están detalladas en el Prospecto (punto II “Términos y Condiciones de la Emisión”), a cuya detenida lectura cabe estar.

Obligaciones del Fiduciario. El fiduciario financiero tiene dos obligaciones básicas: emitir los valores y administrar el patrimonio fiduciario según las instrucciones convencionales y las disposiciones legales. En el caso que nos ocupa ambas obligaciones están contempladas en forma adecuada a lo largo de todo el Contrato, en especial la cláusula 18. Por su parte, las cláusulas 20 a 24 resuelven a la interna del Fideicomiso todas las situaciones que pueden presentarse y que refieran de algún modo a la responsabilidad del Fiduciario, a saber: las hipótesis de remoción por incumplimiento, el cese o la renuncia por razones ajenas al incumplimiento pero que lo inhabiliten a cumplir el mandato fiduciario, así como el procedimiento de sustitución cuando fuere aplicable.

III. Contingencias jurídicas

En este capítulo se analizan posibles riesgos de estructura, tanto los referidos al cumplimiento de los requisitos normativos para la formación válida y eficaz de la voluntad y las obligaciones que asumen las partes, como aquellos que pudieran afectar el cumplimiento de los valores.

III.1. Capacidad y legitimación de los contrayentes

EF AFISA está autorizada desde julio de 2004 por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay y según las emergencias del Prospecto, dicha autorización se encuentra vigente.

El Fideicomitente MTOP, titular y administrador del Fondo. Conforme al artículo 5 de la Ley 18.878, el Ministerio tiene la “*titularidad y la administración del Fondo*”, el artículo 6 dispone que en tal carácter “*podrá ceder, ofrecer en garantía o securitizar los activos del Fondo...*”; y en tal escenario deberá aplicar las contribuciones creadas por la Ley hasta que se hayan extinguido todas las obligaciones del Fondo involucradas en dichas operaciones. En mérito a lo anterior y según se desprende del Decreto 91/025, se habilita la constitución del presente Fideicomiso y, por su intermedio, la cesión de los créditos del **FONDO** al patrimonio autónomo en contraprestación por los recursos que reciba con esta nueva Emisión. Por lo tanto, es claro que existe una autorización legal expresa al Estado (Poder Ejecutivo) para actuar como fideicomitente en los fideicomisos financieros (artículo 12 de la Ley 18.878), lo cual exime de mayores comentarios sobre la regularidad jurídica de su consentimiento así como la validez y eficacia de las obligaciones que asume en la estructura.

III.2 – Riesgos de incumplimiento del Título de Deuda

Dado que en este segmento, el énfasis analítico se coloca en el derecho del potencial inversor a quien va dirigida la calificación crediticia de los valores, se debe comenzar por señalar que el origen legal del Fideicomiso da cuenta de su carácter público, aspecto que no debe confundirse con el carácter público de la oferta. Es un fideicomiso público porque obedece a una necesidad o interés público como claramente lo es la prestación del servicio de transporte colectivo de pasajeros en régimen de concesión. Por su parte, la contribución económica definida en la norma y que funge de fuente de financiamiento del Fondo es de naturaleza pública, empero deja de serlo una vez operada la transferencia al fideicomiso financiero.

Por su parte, la titularización de los activos del Fondo no está relacionada, en orden al cumplimiento de los TD, con el desarrollo de un emprendimiento productivo financiado por la estructura creada. Aquí simplemente se instrumenta un mecanismo de fondeo para dar continuidad, en lo inmediato, a los objetivos legales del Fondo y a mediano o largo plazo cumplir las políticas públicas trazadas para el sector. En otros términos: reestructurar los pasivos, recomponer capital de giro de las empresas y realizar las inversiones que requiera la prestación regular del servicio de transporte comprendido. En el Prospecto se informa que la presente estructura enfatiza el último de los objetivos para la **renovación de la flota** de buses, mejorando la calidad del servicio y la reducción de los costos de mantenimiento⁷.

Lograr estos fines depende en lo medular de dos aspectos: que los *Créditos* sean suficientes para el repago de los TD y que la estructura jurídica presente las herramientas y garantías adecuadas para sortear eventuales contingencias. En el caso que nos ocupa, entendemos que la estructura convencional está en consonancia con las normas que le dan soporte y hay previsiones suficientes para el cumplimiento del derecho de crédito emergente de los TD. De todos modos, entendemos adecuando hacer hincapié en los siguientes aspectos que serán relevantes durante la vida del Fideicomiso.

(i) *El mercado de transporte colectivo suburbano de pasajeros*

Es pertinente comenzar por estos datos, sobre todo si ocurre una caída muy significativa en la venta de boletos que determine un escenario de incumplimiento que ponga a prueba la percepción de los créditos y su garantía. Los datos sobre la recaudación de todo el sector y de las empresas que participan en el Fondo lucen en los capítulos VI y VII del Prospecto, a cuya lectura cabe estar⁸. Allí se informa que, una vez superada la caída del año 2020 como consecuencia de la Pandemia, los ingresos totales del sector “*crecieron a una tasa promedio anual de 3,53% entre los años 2021 y 2023*”; se registra un incremento del 32,3% en las ventas de boletos desde el año 2020 al 2023 y las empresas adheridas al FTS III representan el 100% del mercado.

En este aspecto deben ponderarse como elementos de solvencia, que se trata de un servicio de carácter esencial, constituye el principal medio de transporte entre Montevideo y su área metropolitana y sobre todo, que la posibilidad de aparición de nuevos sistemas de transporte colectivo de pasajeros que sustituyan o compitan con el actual, es prácticamente nula. Asimismo es importante señalar, que cualquier empresa nueva, que sustituya, absorba o se fusione a una existente, queda automáticamente obligada al pago de la contribución legal al Fondo (art. 3 Ley 18.878).

(ii) *El mecanismo de cobro de la contribución legal. Incumplimiento y garantía*

El artículo 4 de la Ley y artículo 6 del Decreto 91/025 establecen con toda claridad que las empresas quedan obligadas a pagar la contribución correspondiente al Fondo, a mes vencido en el plazo de 25 días corridos de finalizado cada mes. Se puede decir que esta modalidad de cobro no es la mejor, en tanto la discrecionalidad del obligado es un elemento contingente en la percepción del flujo de fondos cedido para el repago de los títulos, sobre todo cuando su obligación se extiende por años y luego de que la empresa deudora haya recibido su cuota parte de los montos resultantes de la emisión. No obstante, la estructura jurídica está fuertemente reglada por la norma legal, lo cual constriñe en grado sumo la autonomía regulatoria de las partes en el Contrato. En tal sentido debemos detenernos en la garantía específica creada en el artículo 15 de la Ley para el caso concreto de que una empresa no pague su contribución del 5%.

La norma legal establecía, como garantía, los créditos (subsidios) que tiene derecho a recibir cada empresa transportista del Fideicomiso de Administración del Boleto creada al amparo del decreto 347/006; de forma tal que ante un incumplimiento, éste Fideicomiso de Administración deduciría el monto de la contribución no pagada, con multas e intereses moratorio de lo que esa empresa deudora tenía derecho a percibir del mismo. Cabe aquí reiterar, que el Fideicomiso del Boleto se extinguió por vencimiento de plazo en diciembre de 2024 y fue sustituido por el **Fideicomiso para la Movilidad Sostenible**, creado por el art. 584 de la ley

⁷ Amén de cumplir las directrices normativas de reducir el consumo de combustible fósil y la contaminación ambiental.

⁸ Expresamente se excluyen los ingresos de la empresa Tala Pando que ingresa al sistema en este Fideicomiso.

20.212 y constituido a partir de su reglamentación por el Decreto 134/024. Esta norma aclara: “que la totalidad de los bienes, créditos, derechos, recursos y obligaciones existentes en el Fideicomiso de Administración del Boleto, incluidas las establecidas en el artículo 15 de la Ley N° 18.878, de 29 de diciembre del 2011, **se transferirán de pleno derecho al patrimonio fideicomitido del Fideicomiso para la Movilidad Sostenible**, de acuerdo a lo establecido en el artículo 585 de la Ley N° 20.212, de 6 de noviembre de 2023”.

Por tanto, en la estructura de marras, cumple idéntico rol en su función de garantía ante el incumplimiento del pago de la obligación principal. El contenido del derecho cedido sigue siendo una parte del precio del litro de gasoil que las empresas perciben como **reintegro** del nuevo fideicomiso de administración⁹.

(iii) El subsidio como garantía de los créditos. Compromiso de las empresas

Aclarado lo anterior, se debe recordar que varias cláusulas del Contrato de Fideicomiso, en especial la cláusula 5, dejan en claro que la transferencia de los **Créditos** implica la transferencia de la Garantía disciplinada en el artículo 15 de la Ley. Cabe precisar que en realidad lo que se cede y transfiere es el derecho de garantía creado en la norma legal, no los créditos propiamente dichos, pues ello es contingente y depende que efectivamente ocurra un incumplimiento por parte de una empresa de cumplir su obligación principal de pagar la contribución del 5%.

En segundo lugar y en consonancia con lo anterior, el pasado 30 de abril de 2025 se firmaron el **ACUERDO MARCO** y el documento de **CONFORMIDAD**, entre el MTOP y las empresas transportistas; instrumentos mediante los cuales las empresas beneficiarias aceptan las condiciones económicas acordadas para la cesión del flujo de fondos, así como para que los subsidios que les corresponde percibir del Fideicomiso para la Movilidad Sostenible, queden afectados como garantía de pago de la contribución legal señalada.

En tercer lugar y en relación a la eficacia de la transferencia del derecho al fideicomiso financiero, está resuelto a texto expreso en el artículo 5 del Acuerdo Marco, al decir que el MTOP realizará la notificación de la cesión de la garantía de los créditos derivados del subsidio del boleto, dentro de los diez días de otorgada en la Conformidad. Por lo cual el Fiduciario del Fideicomiso Financiero queda legitimado para exigir el cumplimiento de la garantía directamente al Fideicomiso de Administración, realizando éste último las deducciones que corresponda a la empresa incumplidora.

Por otra parte, el Contrato añade una cobertura de solvencia y refiere a las condiciones económicas que previamente han aceptado las empresas. Está diagramada en las cláusulas 5 y 12 del Contrato. Se establece como requisito para la emisión de los TD, que el Fiduciario reciba documentación que acredite que la fecha de la Emisión y respecto de los créditos afectados en garantía: **(i)** que el Fideicomiso Financiero contará con un **derecho de prioridad** por al menos el equivalente al **6.5%** de total de ingresos que cada una de las Empresas de Transporte reciben por todo concepto, incluyendo la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros y todos los sistemas de subsidio o compensación que tienen derecho a recibir y que constituyen los Créditos cedidos al Fideicomiso; o **(ii)** “**no existan cesiones de créditos derivados de los subsidios que tengan prioridad para su cobro frente a la nueva cesión a éste Fideicomiso**”¹⁰.

A *fortiori*, la Ley 18.878 establece en los artículos 16 a 19, una serie de obligaciones complementarias y penalidades a las empresas incumplidoras; todo lo cual conforma un **robusto sistema para asegurar el pago puntual y total** de los recursos necesarios para honrar el derecho de crédito emergente de los TD.

(iv) Las obligaciones del MTOP como administrador del Fondo y como Fiduciante

⁹ A título meramente ilustrativo, en mayo de 2024 (fecha del Decreto 134/024), se fijó en \$4,984 por litro de gasoil comercializado la recaudación que ANCAP deberá destinar al Fideicomiso para la Movilidad Sostenible (art. 12), sin perjuicio de su actualización futura.

¹⁰ Si estas cesiones existieran a la Fecha de Emisión, las empresas de transporte deberán incluir en los respectivos contratos de crédito con el acreedor financiero, una cláusula resolutoria del préstamo previéndose que dichos créditos sean cancelados con el producido de la emisión, a efectos de liberar la garantía.

La gestión del MTOP en su doble rol de Administrador del Fondo y Fideicomitente es fundamental para el cumplimiento integral de los TD. Sus obligaciones legales y reglamentarias ya fueron suficientemente explicitadas. Cabe aquí ahondar en los términos convencionales, que en la especie se concentran en el texto de las cláusulas 26 y 27 del Contrato. Estas pautas recogen todas las gestiones que le competen al Ministerio en ambos roles; en particular se destaca la previsión ante la eventualidad que se deba modificar algún permiso o concesión durante el Fideicomiso, en cuyo caso el Ministerio se obliga a tomar en cuenta la participación de las empresas de transporte en el mercado para que no se afecte sustancialmente el aporte de las empresas ya existentes desde el inicio en el Fondo.

(v) La garantía del Estado

Finalmente se debe tener en cuenta que el Estado es garante de la estabilidad normativa conforme lo dispuesto por el artículo 7 de la Ley 18.878 y en el último inciso de la cláusula 26 del Contrato. Esta previsión es típica en los casos donde la ley habilita la cesión o *securitización* de activos de fuente legal. Por lo demás, es quizás la garantía más potente para el derecho de crédito emergente de los TD si el cambio normativo nos llevara al escenario más grave de liquidación del Fideicomiso por imposibilidad de cumplimiento.

IV. Consideraciones finales

El negocio proyectado cumple con los requisitos de constitución formal, individualización del patrimonio de afectación autónomo, separado e independiente de los patrimonios de los contrayentes, y previene la inscripción del contrato en el Registro Nacional de Actos Personales – Sección Universalidades (artículos 2, 6 y 17 de la Ley 17.703) y cláusula 35 del Contrato.

Es un rasgo típico que el patrimonio fiduciario responda únicamente por las obligaciones establecidas en el Contrato y derivadas de la emisión. El patrimonio de afectación autónomo no responde por deudas del Fiduciario o del Fideicomitente (art. 7 Ley 17.703) y tampoco de los Titulares beneficiarios. A su vez, el patrimonio del Fiduciario no responderá por las obligaciones contraídas en la ejecución del Fideicomiso, las que serán satisfechas con los *Créditos* fideicomitidos (art. 8 Ley 17.703). Dentro de este estatuto jurídico son de aplicación las pautas sobre rendición de cuentas que recaen sobre todo fiduciario (art. 18); obligación indelegable reglamentada en la cláusula 28 del Contrato.

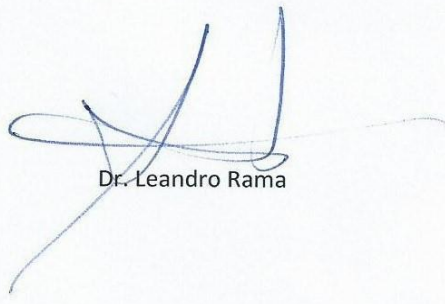
En cuanto a la responsabilidad del Fiduciario, se debe tener presente que rige el artículo 16 de la Ley 17.703, que consagra una responsabilidad subjetiva bajo el estándar del bueno hombre de negocios. El mismo tipo de responsabilidad le cabe a EF AFISA, en su rol de Agente de Pago y Entidad Registrante de los TD, sin perjuicio de las disposiciones de la Ley 18.627.

En la cláusula 25 del Contrato se establecen en forma adecuada y de acuerdo al artículo 32 de la Ley 17.703, todos los aspectos relacionados con el régimen de las Asambleas de Titulares, las mayorías y demás requisitos para la adopción de decisiones válidas y vinculantes.

Se tuvo a la vista el modelo de contrato de Entidad Representante entre el Fiduciario y BEVSA como entidad contratada para dicho rol, en cumplimiento de las pautas legales (artículo 73 y ss. de la Ley 18.627).

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

Montevideo, 21 de mayo de 2025.-

A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Dr. Leandro Rama