

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

*Montevideo, abril de 2018*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II LOS TITULOS DE DEUDA
12	III LA ADMINISTRACION
15	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
18	V EL ENTORNO
21	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFROME JURIDICO

---

**CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DE “FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS FIDEICOMISO FINANCIERO II”  
24-de abril-2018**

<b>Plazo,</b>	variable en función del flujo de fondos cedidos (aproximadamente 5-6 años)
<b>Títulos de Deuda:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a emitirse por hasta la suma de UI 160.000.000 de Valor Nominal.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	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,
<b>Fideicomitente:</b>	Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOPE).
<b>Amortización:</b>	Mensuales, variables en función de los créditos recibidos. Los pagos se aplicarán en primer lugar a los intereses generados hasta el momento del pago.
<b>Garantía:</b>	Retención de subsidios pagados a las Empresas de Transporte por el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto 347/006.
<b>Tasa:</b>	A ser definida en la licitación.
<b>Gracia:</b>	Desde la Fecha de Emisión hasta la cancelación completa de todas las obligaciones correspondientes al Fondo del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero <sup>1</sup> .
<b>Fiduciario:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve, Ing. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	AA uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30 de abril 2019
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas

<sup>1</sup> Previsiblemente al momento de la emisión no será necesario el período de gracia ya que se presume que se habrá cancelado la emisión anterior.

## 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 II" con la categoría AA uy de grado inversor.***

Este es el segundo Fideicomiso realizado con los objetivos concretos de la cancelación de los pasivos financieros, financiamiento de inversiones, etc. El primero de ellos fue constituido y desarrollado con los mismos fines y es inminente su cancelación.

Para alcanzar estos fines se plantea la emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso por hasta UI 160.000.000.

El repago de los títulos estará respaldado por los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 5% de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte intervinientes.

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.
- El Estado garantiza la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que inciden sobre los Créditos y su correspondiente Garantía.
- Una garantía adicional a través de la retención por parte del MTOP de los subsidios pagados a las Empresas de Transporte por el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto 347/006, que garantiza eventuales incumplimientos de alguna de las empresas.
- 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.

- Los ingresos totales del sector, que comprenden la recaudación por venta de boletos incluidos los abonos, la devolución del Fideicomiso del Boleto, la compensación por gratuidad y el subsidio del MEF, han mostrado una disminución de un -3,03% anual en UI en el período 2012-2016. No obstante esto, la recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda, permitiría según el prospecto, el repago de los títulos de deuda en 4 años y 10 meses, suponiendo un escenario conservador con una caída en la recaudación de -3,33% por año. CARE sensibilizó aún más el flujo esperado de ingresos a situaciones muy 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.
- Existe un claro compromiso del Estado respecto de los servicios de transporte de pasajeros, que se puede constatar por ejemplo con la existencia del fideicomiso del boleto y de la propia Ley que crea el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, por lo que no cabría esperar cambios en las políticas públicas que afecten los ingresos. No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente los compromisos asumidos en esta operación.
- El primer Fideicomiso se está ejecutando sin mayores inconvenientes, está próximo a su culminación, habiendo superado incluso el cierre de una de las empresas intervinientes y dificultades financieras de otra de ellas.

## 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 II" por un monto total de hasta la suma de UI 160.000.000. 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.

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, SAN ANTONIO y CITA, realizará la cesión del flujo con el objetivo de obtener el financiamiento para *"contribuir al desarrollo de las empresas de Transporte Colectivo de Pasajeros Suburbano y al correcto desempeño de sus tareas en beneficio de la sociedad"*.

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 corresponde<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://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, de 28 de setiembre de 2006, por el Ministerio de Economía y Finanzas originado en la Ley N° 18.180, de 5 de octubre de 2007, así como proveniente de cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

El Decreto 37/012 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 al Fondo, de acuerdo al documento denominado Conformidad de las Empresas de Transporte. A efectos de obtener el financiamiento para las empresas beneficiarias del Fondo, fue constituido en 2012 el "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero".

Dado el éxito del Fideicomiso anterior y a efectos de obtener el financiamiento para las empresas beneficiarias del Fondo, se constituye un segundo Fideicomiso (objeto de esta calificación) que emitirá títulos de deuda a favor de inversores.

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, SAN ANTONIO y CITA. 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, que proviene de los montos que las empresas reciben por concepto del subsidio a través del Fideicomiso del Boleto. 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 de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006, de 28 de setiembre de 2006, 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.

De acuerdo a lo establecido en el artículo 7 de la ley 18.878, el Estado 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.

El Fideicomiso del Boleto, fue modificado recientemente en la cláusula que refiere a la vigencia del mismo, pasándose a 18 años desde su creación, o sea que vencería recién en diciembre de 2024. Hasta esa fecha estaría ahora vigente la Garantía que respalda el cobro del 5% de la recaudación. La fuente de financiamiento del Fideicomiso del Boleto es el sobreprecio del gasoil, valor que cobra ANCAP y vierte al Fideicomiso. Si bien ese sobreprecio está cuestionado por afectar negativamente el valor de un insumo clave en la producción agropecuaria e industrial, la garantía que genera esa transferencia es firme y está adecuadamente regulada por los artículos 7 y 15 de la Ley 18.878. Si por algún motivo se eliminara ese sobreprecio al combustible (que está establecido por decreto), el Estado deberá establecer un nuevo recurso para el Fideicomiso del Boleto.



### 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 u EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A., firmado el 20 de marzo de 2018.
- 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 31/12/2017
- 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.

<sup>3</sup> Véase Tabla 1 del mismo.

<sup>4</sup> Véase Tabla 2, op. cit.

Los puntajes a los diferentes indicadores se asignan según escalas previamente establecidas recogidas en el manual.<sup>3</sup>

A partir del puntaje global se asigna la nota según las equivalencias establecidas en tabla correspondiente del manual<sup>4</sup>.

## 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 Ministerio de Economía y Finanzas, así como proveniente de cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

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

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales
<b>Moneda:</b>	Unidades Indexadas
<b>Monto de Emisión:</b>	Hasta UI 160.000.000 de valor nominal (unidades Indexadas ciento sesenta millones).
<b>Interés:</b>	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.
<b>Fecha de Emisión:</b>	Una vez registrada la oferta pública por el BCU.
<b>Plazo:</b>	Variable en función del flujo de fondos cedido.
<b>Período de Gracia:</b>	Desde la Fecha de Emisión hasta la cancelación completa de todas las obligaciones correspondientes al Fondo del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero <sup>5</sup> .
<b>Amortizaciones:</b>	Mensuales, variables en función de los Créditos recibidos. Las amortizaciones comenzaran a realizarse al mes siguiente de la finalización del Periodo de Gracia. (de no haber Período de Gracia, las amortizaciones comenzarán a partir del primer mes luego de la emisión).

<sup>5</sup> Este concepto fue previsto en el Contrato ya que se preveía emitir previo a la cancelación total del primer Fideicomiso. Esto no ocurrirá, ya que cuando se realice la emisión previsiblemente ya se habrán cancelado totalmente los Títulos de Deuda emitidos en el al Fondo del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero

**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 1. Del mismo se destacan los siguientes aspectos:

- El transporte suburbano es la concesión de un servicio público
- Según lo anterior la ley 18.878 crea el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, con el MTOP como su titular estableciendo su facultad de securitizar sus recursos.
- La Ley crea un mecanismo sumario 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 creado al amparo del decreto 347/006.
- 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.

Luego de analizar el funcionamiento del Fondo, de su securitización así como del funcionamiento de la garantía, el informe 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 segunda 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. También cabe mencionar la gestión del MTOP en su doble rol de administrador del Fondo y fiduciante. 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 (Anexo 1) 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 al 31 de diciembre de 2017 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable al cierre del último ejercicio siendo positivo. 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.

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

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo Corriente	9.391	12.515	8.892
Activo no Corriente	81.968	79.870	51.122
<b>Total Activo</b>	<b>91.360</b>	<b>92.385</b>	<b>60.013</b>
Pasivo Corriente	13.068	12.998	5.161
Pasivo no Corriente	52.817	55.330	32.069
<b>Total Pasivo</b>	<b>65.885</b>	<b>68.328</b>	<b>37.230</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>25.474</b>	<b>24.056</b>	<b>22.784</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>91.360</b>	<b>92.385</b>	<b>60.013</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,72</b>	<b>0,96</b>	<b>1,72</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a diciembre de 2017, si bien positivos, disminuyen respecto al mismo período del año anterior.

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

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos Operativos	38.189	31.697	22.426
Gastos Adm. y Vtas.	(33.804)	(26.921)	(17.546)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>4.385</b>	<b>4.776</b>	<b>4.880</b>
Resultados Financieros	(1.647)	(1.852)	2.176
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>2.738</b>	<b>2.923</b>	
IRAE	(1.040)	(1.132)	(1.956)
<b>Resultado del período</b>	<b>1.699</b>	<b>1.792</b>	<b>5.100</b>
<b>Res Operativos/Ingresos</b>	<b>11,48%</b>	<b>15,07%</b>	<b>21,76%</b>
Res Ejercicio/Ingresos	4,45%	5,65%	22,74%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

### Antecedente relevante

En particular se destaca como antecedente relevante el haber administrado una operación totalmente análoga a ésta (Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero). Ese fideicomiso, operativo desde agosto de 2012, está próximo a terminar habiendo cumplido en tiempo y forma con el repago de los títulos emitidos.

En el desarrollo de dicha operación EFAM enfrentó algunas circunstancias adversas que pusieron a prueba el diseño de la misma. En efecto, una empresa, participante del Fideicomiso, no ha efectuado las contribuciones en los plazos establecidos desde el mes de febrero de 2014 en adelante; por lo tanto, desde esa fecha se procedió a ejecutar la garantía, la que funcionó adecuadamente. Por otra parte, la empresa RAINCOOP, también participante del Fideicomiso, el 13/6/16 recibió por parte del MTOP la revocación del permiso para la explotación de las líneas metropolitanas reasignándose las mismas a las empresas UCOT y COETC, ambas pertenecientes al Fideicomiso. Lo anterior demuestra que el diseño del Fideicomiso fue eficaz en la prevención de aparición de contingencias que, no se puede descartar vuelvan a ocurrir, el mismo diseño de garantías y, en general de mitigación de riesgos del tipo de los ocurridos en la anterior operación, integran la presente.

También este antecedente obra a favor del rol desempeñado por el MTOP.

### **Riesgos Considerados**

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

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

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

### IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente es el flujo futuro de ingresos que se 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 (76%), aunque también representa un ingreso significativo los provenientes del Fideicomiso de Boleto (21%), subsidio que proviene del sobreprecio que existe en el valor del gasoil.

**Cuadro 3.- Recaudación bruta total de las Empresas de Transporte en UI**

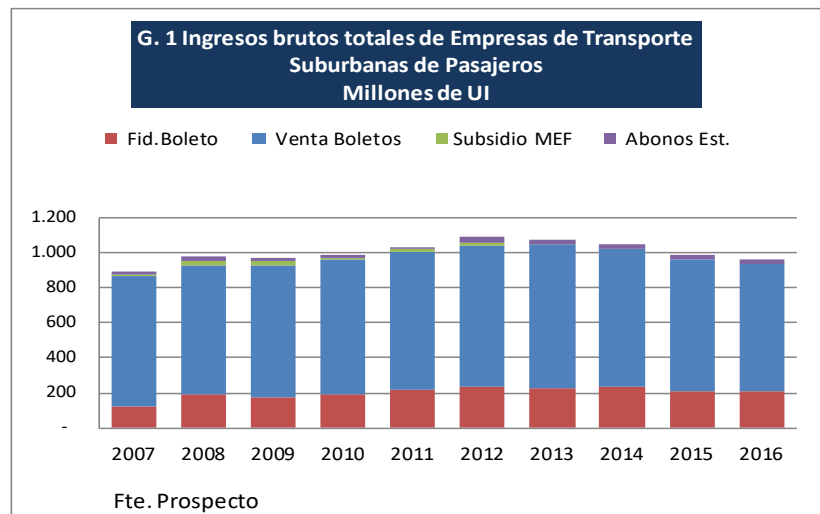
	Recaudación Boletos	Compensación Abonos	Reintegro Fideicomiso	Total del Sector	Total de Empresas intervinientes
<b>Ingresos</b>	727.635.354	27.999.425	206.253.784	961.888.564	862.421.512
<b>Porcentaje</b>	76%	3%	21%	100%	90%

Fuente: El Emisor. Modelo Financiero

Las empresas del transporte colectivo suburbano de pasajeros son 9 en total y en conjunto tienen ingresos por 961,9 millones de UI. Las empresas que intervienen en el fideicomiso son finalmente 8, ya que una de ellas desistió de participar, por lo que la emisión de 160 millones de UI será pagada con los ingresos de las 8 empresas intervinientes que es de 862,4 millones de UI, prácticamente el 90% del total.

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 2016 (último dato del cual CARE dispone de información completa). 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, suponiendo que se mantenga la reducción de venta de boletos.

Los ingresos derivados del Fideicomiso del Boleto, representan aproximadamente un 21% 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 los títulos. No será necesario considerar un período de gracia, ya que al momento de emitir ya se habrá cancelado previsiblemente el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero.

En el escenario base, el Prospecto Original presentado a CARE por parte del estructurador supone una tasa de interés del 5,2% en UI, y una reducción anual en los ingresos brutos del 3,33%. Bajo esos supuestos, los títulos de deuda se cancelarían en 4 años y 10 meses. Estos supuestos parecen razonables, e incluso conservadores, si se tiene en cuenta que desde que comenzaron a caer los ingresos lo han hecho a una tasa del 3,03% anual y la tasa de interés del Fideicomiso del Transporte emitido en diciembre de 2012 fue de 3,5%.

La cantidad de boletos vendidos y los ingresos totales en UI crecieron en el periodo 2008-2012, año a partir del cual se revierte la tendencia comenzando una evolución decreciente. En el año 2016, se vendieron 63,1 millones de boletos, generando las empresas del sector, ingresos totales por 961,8 millones de UI. Estos ingresos, suponen una disminución de -2,7% con respecto al año anterior. Los ingresos totales del sector, comprenden la recaudación por venta de boletos incluidos los abonos y devolución del Fideicomiso del Boleto y la compensación, gratuidad y subsidio MEF.

### Sensibilización

Se realizó una sensibilización del flujo suponiendo situaciones extremas tales como una tasa de interés de hasta un 6,5% y una reducción de las ventas anuales de hasta un 5%, situación que no solamente no tiene antecedentes sino que no parecería razonable que ocurriera durante un período tan largo de tiempo; salvo que existiera un cambio radical en los sistemas de transporte.



**Cuadro 4.- Años necesarios para el repago de los Títulos.  
Sensibilización del flujo de ingresos.**

	Reducción anual de los ingresos en porcentaje				
	-5,0%	-4,0%	-3,3%	-2,7%	-1,7%
<b>3,5%</b>	4,9	4,8	4,6	4,5	4,3
<b>4,5%</b>	5,1	4,8	4,8	4,6	4,4
<b>5,2%</b>	5,2	4,9	<b>4,8</b>	4,7	4,5
<b>6,5%</b>	5,4	5,2	5,0	4,8	4,7

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 en 5 años y 5 meses. El fideicomiso del boleto, que oficia como garantía adicional vence en diciembre de 2024, fecha posterior a la máxima esperada para la cancelación de los Títulos.

### 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) 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.*

## V. EL ENTORNO

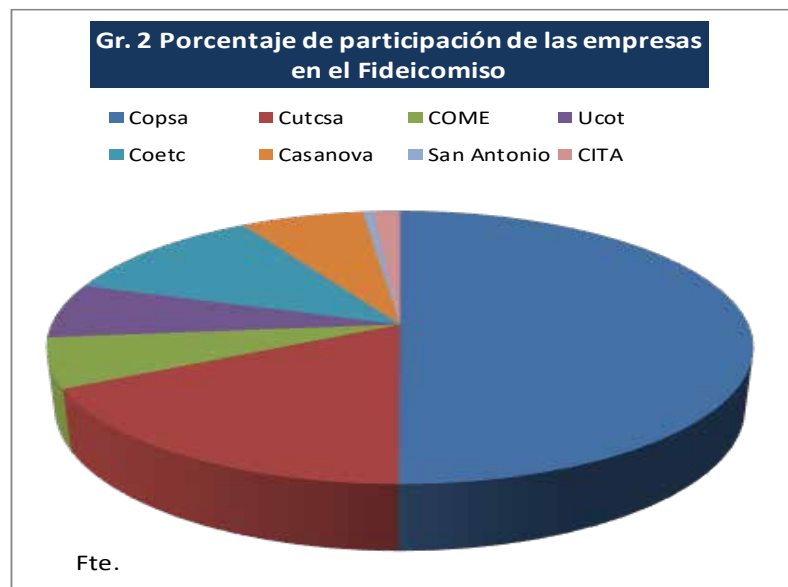
Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de 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.

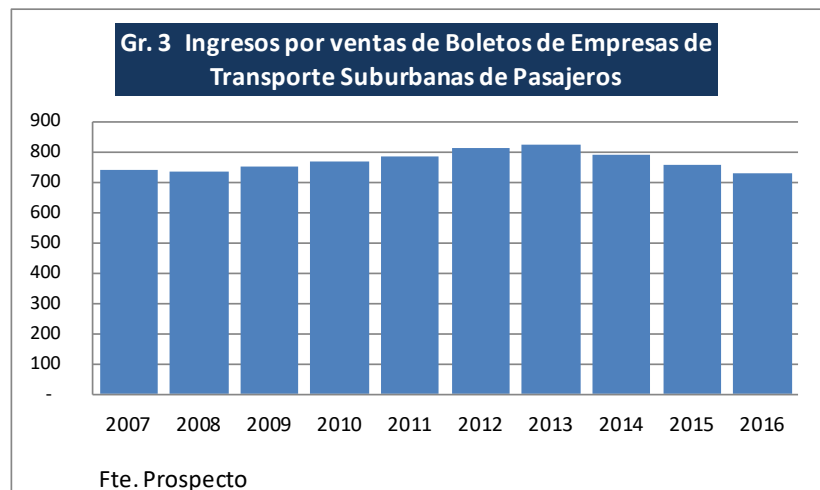
El mercado de transporte suburbano está compuesto por 9 empresas de transporte: COPSA, CUTCSA, COME, UCOT, COETC, Casanova, Tala Pando, San Antonio y CITA. con aproximadamente 550 coches destinados a esta actividad. Con la excepción de la empresa Tala Pando, las restantes decidieron participar en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros II (FTS II).



Con respecto a la participación en el mercado de las empresas del transporte suburbano, la misma se ha mantenido estable. Las dos principales empresas, COPSA, y CUTCSA, representaron el 68% del mismo en el año 2016, tomando como base la recaudación del sector.

La venta de boletos que llegó a un máximo de 76 millones de boletos en el año 2012, cayó para ubicarse en 63 millones de boletos en 2016, último año del que se dispone de información completa. Esto implica una reducción de un 4.58% anual. Por su parte, los ingresos medidos en unidades indexadas cayeron en el mismo período un 3,03% anual. Esto está indicando que los precios de los boletos se incrementaron levemente por encima del IPC y que el subsidio derivado del Fideicomiso del Boleto se redujo en menor proporción que la reducción de la venta de boletos.

La reducción de los ingresos que se observa desde 2012 ha sido constante y es probable que sea una tendencia a mantenerse, pero como ya fuera expuesto 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 a emitir por parte del Fideicomiso.



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; tampoco se visualiza algún tipo de transporte alternativo que en el corto plazo vaya a sustituir al transporte colectivo.

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. 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 parte del MTOP no ha sido una debilidad sino más bien una fortaleza del sector.

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 inversor.<sup>6</sup>*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>6</sup> 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.**

**ANEXO I**  
**INFORME JURIDICO**

#### Informe Jurídico

##### I – Consideraciones generales: el marco normativo y la estructura antecedente

El presente negocio fiduciario encuentra asidero en la estructura jurídica diseñada en la Ley 18.878 y su reglamentación. En sustancia, se creó un sistema de subvención o asistencia económica a una de las modalidades o especies de contratación pública, como lo es la **concesión de un servicio público**, en el caso, el **transporte suburbano de pasajeros**. En efecto, esta tipología contractual de la Administración está habilitada por el artículo 51 de la Constitución de la República y nuestra más prestigiosa doctrina la 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, pero reservándose la Administración ciertas potestades organizativas sobre el servicio. 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** (en adelante el Fondo), como un patrimonio de afectación separado e independiente. Como tal, este patrimonio autónomo carece de personería jurídica, de suyo, la segregación patrimonial refiere al patrimonio del **MTOP, persona jurídica titular y administrador del Fondo** según el texto legal. Por tanto y como ha sucedido para otros sectores de la economía, el Estado crea por vía legislativa un patrimonio autónomo de afectación con el Poder Ejecutivo como administrador y por la misma vía crea una *fente de financiamiento consistente en una contribución económica que deben sufragar 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. La Ley 18.878 y su Decreto reglamentario 37/2012 permitieron la estructuración del primer fideicomiso financiero como instrumento de securitización de los activos del Fondo, contrato que fue otorgado el 6 de agosto de 2012 bajo el nombre de FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS FIDEICOMISO FINANCIERO (en lo sucesivo y por simpleza de lenguaje lo llamaremos el primer Fideicomiso o FF I).

En el mismo marco legal y de acuerdo a lo dispuesto por el Decreto 363/2017 del 22 de diciembre de 2017, el Poder Ejecutivo recoge el interés y necesidades de las partes involucradas en instrumentar nuevamente el mecanismo de titulación de los activos del Fondo recurriendo al fideicomiso financiero como

vehículo emisor y de ese modo obtener los adelantos de fondos que permitan la continuidad del sistema.

Las partes constituyentes de este segundo negocio fiduciarios son las mismas: el MTOP en tanto administrador legal del Fondo, será el **Fideicomitente** y EF ASSET MANAGEMENT AFISA (en adelante EFAM 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 y artículo 25 y relacionados de la Ley 17.703. Está elaborado en base al análisis del Prospecto Informativo ingresado al BCU en el mes de marzo de 2018; con los siguientes Anexos:

- a) Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero suscrito el 20 de marzo de 2018;
- b) Documento de Emisión del Título de Deuda;
- c) El "Acuerdo Marco Para la Participación en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros" firmado el 14 de marzo de 2018;
- d) la "Conformidad de las Empresas de Transporte", firmada el 14 de marzo de 2018 y
- e) el Contrato de Entidad Representante suscrito el 20 de marzo de 2018 entre el EFAM Afisa y BEVSA.

De su compulsua 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.

Sin exceder los límites de una introducción, cabe ahondar sobre las disposiciones normativas que habilitan la estructura de marras, en la medida que el negocio fiduciario está fuertemente pautado por la Ley y la reglamentación acotando el margen de la autonomía privada desarrollada en las convenciones. Así, el artículo 2 de la Ley 18.878 (la Ley), define un elemento central, a saber, los recursos económicos que nutren al Fondo y por efecto de la cesión al Fideicomiso, los activos o créditos que componen su patrimonio, fuente de repago de los valores a ser emitidos. La norma define: **"...una contribución a cargo de las empresas permisarias y concesionarias de servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros que decidan participar en el Fondo de acuerdo a la reglamentación que se dicte, de hasta un 5% (cinco por ciento) de la recaudación bruta total de las mismas, 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, de 28 de setiembre de 2006, por el Ministerio de Economía y Finanzas originado en la Ley N° 18.180, de 5 de octubre de 2007, así como proveniente de cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro"**.

Pero define mucho más que la fuente de financiamiento. Determina los **sujetos obligados**: empresas de transporte colectivo de pasajeros que presten servicio **suburbano** y que además sean permisarias o concesionarios, lo que



equivale a decir que tengan contrato vigente con el Estado que los habilita a prestar dicho servicio público; y añade a los requisitos anteriores, nada menos que el consentimiento expreso de las empresas comprendidas, pues dice *“que decidan participar”*. Determina asimismo un tope del aporte no solo para la contribución específica creada, sino para los subsidios que ya venían recibiendo estas empresas y en forma residual deja dicho que comprende a cualquier otro que se establezca en el futuro.

La reglamentación de la Ley (Decreto 37/2012 y Decreto 363/2017), fijó esta contribución en el tope habilitado **“será del 5%”** dicen ambos decretos (la Ley decía “hasta un 5%”), lo cual se mantiene hasta el presente.

El artículo 4 de la Ley establece el plazo y forma en que las empresas comprendidas deben pagar esta contribución, incluyendo los casos de cesión, afectación en garantía o securitización de los activos. Los requisitos de las empresas para ser deudores de la prestación creada en el artículo 2 se replican para considerarlos beneficiarios del Fondo. Por su parte, los derechos a percibir los beneficios económicos del Fondo no desaparecen por la circunstancia de que sus activos sean cedidos o securitizados en un fideicomiso financiero; remitiéndose a la reglamentación precitada la participación de cada empresa en los beneficios, según los casos (artículos 10 a 13).

Para cerrar este acápite, se deben mencionar dos dispositivos de relevancia crucial en la estructura bajo análisis. Se trata en primer lugar la garantía específica creada en el artículo 15 para el caso que una empresa incumpla con la obligación de pagar la contribución, consistente en los montos que la empresa incumplidora tenga derecho a percibir del Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto 347/006. La Ley crea un mecanismo sumario de notificación del incumplimiento por parte del MTOP al Fiduciario para que éste deduzca las contribuciones no pagadas más sus acrecidas de lo que corresponda percibir de dicho fideicomiso. En segundo lugar, el artículo 7 establece que “el Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias” que involucra a los créditos y garantías comprometidos en el negocio fiduciario proyectado, lo cual robustece la seguridad jurídica estructural.

A partir de este marco se llevó a cabo la primera emisión bursátil a través del FF I en agosto de 2012 como viene dicho y con muy pocas diferencias que serán apuntadas más adelante, en el mes de marzo de 2018 según la disposiciones particulares del Decreto N° 363/017, se perfeccionó el segundo Fideicomiso Financiero, objeto del presente informe. En los siguientes segmentos, nos abocaremos pues a comentar las principales cláusulas convencionales del negocio fiduciario y por otro lado analizar las contingencias jurídicas que pudieran presentarse en la vida del Fideicomiso y en su caso las herramientas mitigantes de los riesgos.

## II – El contrato de Fideicomiso financiero. Cláusulas centrales

**Objeto.** Consiste en la constitución de un patrimonio de afectación autónomo bajo las disposiciones de la Ley de Fideicomiso N° 17.703, 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. A su vez, EFAM AFISA como fiduciario emitirá los valores en el mercado de capitales y su producido, previa deducción de gastos, lo entregará al fiduciante 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 y creado por el artículo 2 de la Ley, con la garantía que le accede.

Precisando el contenido del **patrimonio fiduciario** debemos recurrir a algunas definiciones del plexo convencional. Así, los bienes transferidos por el fiduciante están definidos bajo el término **Créditos** como: *“son 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, de 28 de setiembre de 2006, por el Ministerio de Economía y Finanzas originado en la Ley N° 18.180, de 5 de octubre de 2007, así como proveniente de cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro, **una vez finalizado el Período de Gracia**”.*

Por su parte se debe tener presente que el elenco subjetivo de obligados con el Fondo está conceptualmente acotado en el Fideicomiso bajo el nombre **Transporte Suburbano**, que bueno es decirlo, no es cualquiera sino específicamente *“...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.

La **incorporación de los Créditos** 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, *“una vez finalizado el Período de Gracia”.* Como se verá seguidamente, esta gracia es una suspensión de los efectos de la cesión hasta que se cancelen definitivamente los valores emitidos por el primer Fideicomiso. A su vez, la cesión incluye *“el derecho a ser beneficiario de la Garantía establecida por el artículo 15 de la Ley 18.878”*, todo lo cual se desprende de la cláusula 5 del Contrato. La notificación de la cesión del derecho de garantía corresponde al

Mtop como administrador del Fondo y está regulada en el Anexo 5 (Acuerdo Marco). Por fin, la cláusula 9 del Contrato dispone que el fiduciante 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 concesión.

Los flujos de fondos y el derecho de garantía, estarán cedidos por todo el plazo que suficiente hasta que los titulares recuperen el derecho de crédito emergente de los TD.

**Emisión de los Títulos de Deuda** (cláusulas 12 y 13). El Fiduciario emitirá **Títulos representativos de deuda escriturales y de oferta pública**, por hasta un importe equivalente a **UI 160.000.000**.

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 títulos 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.

Habrará un plazo de gracia que se prolongará desde la Emisión hasta la cancelación completa de todas las obligaciones bajo el primer Fideicomiso Financiero.

Los fondos que se obtengan por colocación de los TD, previa deducción de los gastos indicados en la cláusula 11, serán transferidos al fiduciante para que en su rol de administrador del Fondo lo aplique al cumplimiento de sus objetivos, de conformidad con lo dispuesto en la Ley y decreto 363/017.

En cuanto al **procedimiento de la emisión** (suscripción, adjudicación e integración), el contrato remite en su cláusula 13 a las emergencias del Prospecto, a cuya lectura cabe estar.

De acuerdo a la regulación bancocentralista, se confirma en la especie la práctica de segmentar la oferta de valores según el perfil del inversor, básicamente 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 diferencias en cuanto a la suscripción y adjudicación están detalladas en el Prospecto (punto II "Términos y Condiciones de la Emisión"). En todos los casos, la integración deberá verificarse al día hábil siguiente al cierre del período de suscripción.

**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

Como se dijo en la introducción, 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

**EFAM 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”*, y 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 363/017, la contribución creada por artículo 2 de la Ley fue cedida por el fiduciante MTOP al FF I y en virtud de la constitución de este segundo Fideicomiso Financiero amparado en el decreto, el MTOP cedió el mismo flujo de créditos, cuya vigencia queda suspendida hasta la cancelación total de los Título de Deuda emitidos por el primer Fideicomiso, conforme fuera ordenado por el Decreto 37/012.

Por lo tanto en el caso que nos ocupa, existe una autorización legal expresa al Estado (Poder Ejecutivo) para actuar como fideicomitente en los fideicomisos financieros que se creen al amparo 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 y que el Estado debe gestionar. 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.

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 las contingencias que se presenten. 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**

Si bien es un elemento externo al modelo jurídico, es pertinente comenzar por estos datos, pues la evolución de la venta de boletos, sobre todo si ocurre una caída significativa, determina directamente 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 estar. Se registró un crecimiento de 4.05% anual en UI en el quinquenio 2008-2012 y una caída del orden del 3.33% anual en el período 2013-2016. Se estima que de mantenerse este escenario de caída anual y considerando el plazo de gracia hasta la cancelación completa del primer Fideicomiso, se proyecta un período de repago en 5 años y 7 meses.

En este aspecto deben ponderarse como elementos de solvencia, que se trata de un servicio de carácter esencial, que constituye el principal medio de transporte en Montevideo y su área metropolitana y sobre todo, la posibilidad real de aparición de nuevos sistemas de transporte colectivo de pasajeros que sustituyan o compitan con el actual, **es nula o prácticamente nula**. Por su parte cualquier empresa de transporte nueva, o que sustituya, absorba o se fusione a una existente, queda automáticamente obligada al pago de la prestación.

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

El artículo 4 de la Ley y artículo 6 del Decreto 363/017 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. Esto está por supuesto recogido en el Contrato de Fideicomiso. Sobre el punto digamos que esta modalidad de cobro no es la mejor pues introduce un elemento contingente en la percepción del flujo de fondos cedido para el repago de los títulos, nada más y nada menos que **la voluntad unilateral del obligado al pago**, sobre todo cuando esa obligación se extiende por años y luego de que el deudor haya recibido su cuota parte de los montos resultantes de la emisión. No obstante y dado que la estructura jurídica está fuertemente reglamentada en la norma legal, lo cual constriñe en cierta medida la autonomía regulatoria de las partes en el Contrato, debemos atenernos a su tenor dispositivo. 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 el 5% que le corresponda y en la estructuración de su funcionamiento en el Fideicomiso.

Tanto en la Ley como en el decreto 363/2017, se establece que la garantía son los créditos 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 deduzca el monto de la contribución no pagada, con multas e intereses moratorio de lo que esa empresa deudora tenía derecho a percibir del mismo.

Es importante señalar que el acto administrativo citado encomendó a la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND) y ANCAP la constitución de este Fideicomiso en su roles de fiduciario y fiduciante respectivamente, con **la transferencia a ese patrimonio autónomo de la recaudación de un adicional al precio del gasoil de \$ 1.053 por litro**. Con fecha 7 de diciembre de 2006 se perfeccionó el contrato y Ancap como fiduciante vuelca esta recaudación adicional que se traduce en un subsidio que la fiduciaria, conforme a las instrucciones contractuales, distribuye entre los beneficiarios, a saber: *“todas aquellas empresas personas físicas o jurídicas concesionarias o permisarias de servicios regulares de transporte colectivo de pasajeros en líneas urbanas y departamentales nacionales que se encuentren al día con los pagos con la DGI y el BPS y que cumplan con los requisitos establecidos en el Anexo”*.

Dos apuntes restan sobre este fideicomiso. El primero es que el artículo 276 de la Ley 18.362 autorizó a la CND a administrar este fideicomiso a través de la sociedad CONAFIN AFISA, quien es actualmente su fiduciario y en segundo lugar que con fecha 31 de julio de 2017 se firmó la última modificación al Fideicomiso de Administración del Boleto, cuyo contenido consiste en modificar el plazo de validez, ajustándolo a las exigencias de la cesión al Fideicomiso Financiero de marras. En efecto, se establece un plazo de 18 años desde el nacimiento (7 de diciembre de 2006), por lo que está vigente hasta esa fecha del año 2024.

De lo señalado hasta aquí, hay dos aspectos que generan incertidumbre. Por un lado la fijación por vía de decreto del capital fiduciario dado que no presenta la misma estabilidad que si hubiese sido fijada por norma legislativa. Por otro lado, la prórroga del plazo del fideicomiso de administración, ajustándolo al plazo estimado de la cesión de créditos y la garantía al fideicomiso financiero, introduce otro elemento contingente, pues el plazo de los TD es variable y puede superar el límite temporal del Fideicomiso de Administración y con ello la cesión de la garantía. Y si bien el MTOP es el regulador del sistema, no es parte en el fideicomiso de administración, por lo cual se requerirá del consentimiento del fiduciario y fiduciante para una eventual nueva prórroga.

No obstante lo señalado, la garantía puede considerarse adecuada si consideramos todas las herramientas diseñadas en la estructuración del negocio fiduciario y que se comentan a continuación.

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

En primer lugar 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, lucen agregados al Prospecto los Anexos 5 y 6 (Acuerdo Marco y Conformidad), instrumentos mediante los cuales las empresas beneficiarias adheridas *otorgan su conformidad* tanto a las condiciones económicas acordadas para la cesión del flujo de fondos (contribución del 5%), así como para que los subsidios que les corresponde percibir del Fideicomiso de Administración, 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 expresar 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 (Anexo 6). Se tiene a la vista el modelo de notificación el cual cumple los requisitos normativos para la validez y eficacia de la transferencia. De lo cual, a partir de la notificación, 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 de Fideicomiso añade una cobertura de solvencia al flujo cedido y a la garantía y se relaciona con 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 por escrito acuerdos entre las Empresas y sus acreedores, de los cuales surja el ejercicio por parte de la empresa de 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. Si existieran cesiones, el instrumento deberá incluir una condición resolutoria expresa mediante la cual se cancele dicho crédito con los montos de la emisión con la consecuente liberación de la garantía. En otros términos, los transportistas deben asegurar mediante estas opciones que a la fecha de la Emisión dicho porcentaje no podrá ser afectado. Esto no significa que la transferencia de créditos en un caso dado alcance a dicho porcentaje, pues la Ley topea la transferencia al 5%; pero se establece una preferencia, una indisponibilidad de recursos hasta el 6,5% a favor del Fideicomiso, todo lo cual coadyuva a la solvencia de la garantía.



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

La gestión del MTOP en su doble rol de administrador del Fondo y fiduciante 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 convencionales 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. 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 el 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 buen hombre de negocios**. El mismo tipo de responsabilidad le cabe a EFAM Afisa, en su rol de Agente de Pago y Entidad Registrante, sin perjuicio de las disposiciones de la Ley 18.627.

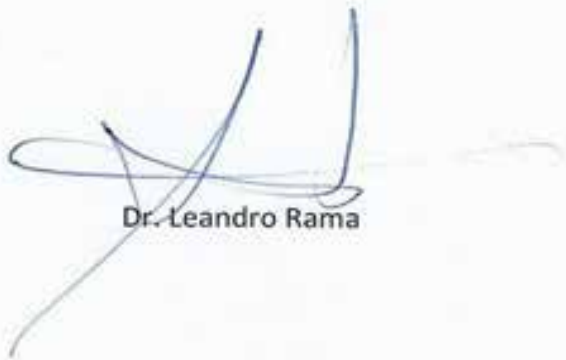


En la cláusula 25 del Contrato se establecen en forma adecuada y de acuerdo al artículo 32 de la Ley 17.703, todos los aspectos relacionados con el régimen de las Asambleas de Titulares y los requisitos para la adopción de decisiones válidas y vinculantes.

Se tuvo a la vista el contrato de Entidad Representante firmado por el Fiduciario con BEVSA como entidad contratada para dicho rol, constatándose que el mismo cumple con 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, 19 de abril de 2018.



Dr. Leandro Rama