

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA A SER
EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO
FINANCIERO DENOMINADO
“FONDO DE FINANCIAMIENTO
DEL TRANSPORTE COLECTIVO
URBANO DE MONTEVIDEO III”**

Montevideo, mayo de 2018

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II LOS TITULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
15	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
19	V EL ENTORNO
22	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

ANEXO I INFORME JURIDICO

**CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FF “FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO III”
25-de mayo -2018**

Plazo,	variable en función del flujo de fondos cedidos; 7 años en el escenario base.
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a emitirse por hasta la suma de UI 225.000.000 de Valor Nominal.
Activo Fideicomitado:	Créditos contra el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo urbano de Montevideo III, 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:	Intendencia de Montevideo (IM)
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.
Garantía:	Retención de subsidios pagados por la IM a las Empresas de Transporte determinado por Decreto No. 30598, artículos 14 y 15.
Tasa:	A ser definida en el momento de la emisión. Los cálculos se hicieron sobre la base de 4,80 % anual en UI.
Gracia:	No se dispone período de gracia por lo que se comenzará a amortizar de inmediato una vez realizada la emisión e integración de fondos. Esto supone que por algún tiempo se superpondrá la amortización de estos títulos con los del fideicomiso anterior, aún vigente.
Fiduciario 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 2019
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

¹ . Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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 Urbano de Montevideo III" (Fondo) con la categoría AA uy de grado inversor.

El objetivo de la emisión es cancelar pasivos financieros de las empresas de transporte intervinientes y cancelar deudas que fueron contraídas por el Fondo para atender el objetivo anterior. Es el tercer fideicomiso que, con estas características, se lleva adelante.

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 225.000.000.

Los créditos transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso, en respaldo del repago de los títulos emitidos, corresponden a las contribuciones que las empresas de transporte están obligadas a realizar al Fondo, por el equivalente al 2 % de la recaudación bruta total de cada una de ellas.

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 2 % de la recaudación bruta total de las empresas por concepto de venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros de Montevideo.
- La obligación de realizar dichas contribuciones al Fondo fue establecida por Decreto de la Junta Departamental de Montevideo No. 30598 y su monto fue establecido en el Reglamento del Fondo.
- La IM garantiza el pago de las referidas contribuciones deduciendo las eventuales contribuciones no pagadas, más las multas e intereses de mora que correspondan, de los montos que la IM tenga para abonar a la empresa deudora por concepto de subsidios de boleto.
- La IM garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas (legales y reglamentarias) que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el Contrato de Fideicomiso.

- En particular, la IM garantiza la estabilidad del artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros el cual establece que las tarifas de pasajes deberán responder a la realidad del transporte, en base a una ecuación racional para el cálculo de las mismas, que garantice el equilibrio económico de las empresas de transporte.
- Asimismo, la IM se comprometió, ante eventuales cambios en el mercado de transporte colectivo de Montevideo, a que los permisos gravados se mantengan en los términos actuales con una tolerancia máxima de 1 %.
- También la IM (Fideicomitente y regulador del sistema) dispone una serie de sanciones a las empresas que eventualmente incumplan con su obligación de contribución al Fideicomiso que incluso puede llegar a la revocación del permiso (anexo jurídico)
- 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.
- La venta de boletos ha venido disminuyendo lo mismo que la recaudación medida en UI; en efecto, los últimos diez años se registra una caída promedio de 0,6 % en la recaudación en términos reales y del 0,07 % anual si se considera un periodo de cinco años. Tomando en cuenta esta realidad, el periodo de repago de los títulos se estima en 7 años y si se simula un escenario muy adverso (caída anual de 2,15 %) el periodo de repago aumentaría en 4 meses.
- Todo lo anterior, sumado a operaciones similares respecto al servicio de transporte suburbano, demuestra que existe un claro compromiso del Estado respecto de los servicios de transporte público de pasajeros en general, por lo que no cabría esperar cambios en las políticas públicas que afecten los ingresos.
- Este Fideicomiso tiene dos antecedentes de análoga naturaleza cuyos desempeños no tuvieron inconvenientes. El segundo, iniciado en 2010, sigue vigente y soportó exitosamente la contingencia de una empresa que dio quiebra lo que habla positivamente del diseño de la operación.

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 Fideicomiso Financiero denominado "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III" (El Fondo) por un monto total de hasta la suma de UI 225.000.000. Los títulos que se califican se emitirán con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte de la IM en su calidad de Fideicomitente y titular del Fondo de los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 2 % de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte Colectivo Urbano de Pasajeros, monto que se destinará para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y gastos del Fideicomiso, más los importes necesarios para cubrir el pago de gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial que exija la administración y gestión del Fideicomiso.

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

Si bien el destino de los fondos obtenidos por la securitización del flujo es, como ya se ha expresado, cancelar pasivos de las empresas intervinientes, la efectiva realización de esto no incidiría 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 corresponde².

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.

² . Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

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

- El Decreto de la Junta Departamental (JDM) No. 30598³ de fecha 18/12/2003 creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo⁴.
- El mismo se financia mediante una contribución proveniente de los ingresos brutos de las empresas del transporte colectivo urbano de pasajeros (venta de boletos y subsidios). Dicha contribución se fijó en hasta 5 %.
- Por Resolución No. 1522/10 del IM de fecha 15/4/2010 se fijó la mencionada contribución en 3 %. Esta disposición regía una vez cancelada la cesión de créditos efectuada al fideicomiso "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo Fideicomiso Financiero".
- Las empresas de transporte que aceptaron participar en el Fondo y se obligaron a realizar la referida contribución, suscribieron el correspondiente documento de adhesión y cedieron los créditos del Fondo al "Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II" (FTU II) con fecha 6/7/2010.
- Hay interés de instrumentar un nuevo mecanismo de financiamiento de financiamiento sin perjuicio de la vigencia del FTU II.
- Por Resolución 603/18 del IM de fecha 1/2/2018 se cambió nuevamente la contribución a realizar al Fondo la que se fijó en un 2 % de la recaudación bruta total de cada empresa por concepto de venta de boletos.
- Las empresas permisarias aceptaron participar del Fondo lo que se expresa en el documento denominado "Acuerdo Marco para la Participación en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III" (expediente 2017-4892-98-000035)
- De acuerdo a lo anterior, con fecha 25/4/2018 la IM (Fideicomitente) y EF Asset Management (Fiduciario) convienen celebrar el Contrato de Fideicomiso cuya emisión se califica.
- Al momento de crearse este Fideicomiso las empresas intervinientes son: CUTCSA, COETC, UCOT y COME.

³ En adelante El Decreto

⁴ En adelante El Fondo

- Existe una garantía adicional para el caso que una empresa de transporte no aporte la contribución correspondiente en los plazos acordados, establecida en el propio Decreto que crea el Fondo, en sus artículos 14 y 15.
- En caso de necesidad, esta garantía opera automáticamente reteniendo la IM los montos de subsidio correspondientes y transfiriéndolos directamente al Fideicomiso. Por otra parte, el Fiduciario no emitirá los Títulos de Deuda hasta no recibir documentación que acredite que la Garantía del Fondo creada en el Decreto 30598 tiene al menos un porcentaje libre de gravámenes equivalente al 6,5 % de la recaudación bruta total proveniente de la venta de boletos (incluyendo el subsidio a dicha venta a cargo de la IM) o no existieren cesiones de créditos derivados de los subsidios con prioridad sobre esta cesión.
- Los Créditos (incluyendo las multas e intereses de mora que correspondan aplicar a las Empresas de Transporte) y la Garantía, fueron cedidos al fideicomiso por el plazo necesario hasta que los Titulares recuperen el monto total adeudado por los Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario, incluyendo los intereses correspondientes, y se paguen todos los importes que correspondan de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.
- Esta es la tercera operación de igual naturaleza (aunque de montos distintos) que se realiza. La segunda está vigente y la cesión comprometida asciende al 3 % de los ingresos brutos de las empresas permisarias. Hasta tanto no se cancele, se superpondrá a ésta llegándose, en ese período, al máximo de 5 % autorizado en la normativa vigente. El vencimiento de la segunda operación (variable) se estima que podría ocurrir a comienzos de 2021.

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 la IM en su calidad de administradora del Fondo y Fideicomitente y EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A., firmado el 25 de abril de 2018.
- Prospecto informativo con sus correspondientes anexos de contratos y Acuerdos Marco y conformidad de las empresas de transporte.
- Decreto de la JDM No. 30598 de fecha 18/12/2003 y demás normas que atañen directa o indirectamente a esta operación, citadas y analizadas en el Informe Jurídico (Anexo 1)
- 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.

Los puntajes a los diferentes indicadores se asignan según escalas previamente establecidas recogidas en el manual⁵.

A partir del puntaje global se asigna la nota según las equivalencias establecidas en tabla correspondiente del manual⁶.

⁵ . Véase Tabla 1 del mismo.

⁶ . Véase Tabla 2, op. cit.

II. LOS TITULOS 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 fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de derechos de crédito transferidos por el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo al patrimonio del Fideicomiso. Estos créditos corresponden al 2 % de la recaudación bruta total de cada una de las empresas intervinientes, proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros, y de los montos correspondientes a los subsidios abonados por la IM

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

Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales
Moneda:	Unidades Indexadas
Monto de Emisión:	Hasta UI 225.000.000 de valor nominal
Interés:	A determinar previo a la emisión. Los intereses que se generen desde dicha fecha hasta la primera fecha de pago que no sean cancelados 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.
Período de Gracia:	No se dispuso período de gracia.
Amortizaciones:	Mensuales, variables en función de los Créditos recibidos. Las amortizaciones comenzaran a realizarse al mes siguiente luego de la emisión.
Agente de Pago:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Calificación de Riesgo:	AA uy

Análisis Jurídico

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

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompaña éste como Anexo 1. Del mismo se destacan los siguientes aspectos:

- El transporte urbano es la concesión de un servicio público
- El presente negocio fiduciario encuentra asidero en la estructura jurídica diseñada a partir del Decreto de la Junta Departamental de Montevideo (JDM), N° 30.598 del 18 de diciembre de 2003 (el Decreto), por la cual se creó el Fondo De Financiamiento Del Transporte Colectivo Urbano De Montevideo (el Fondo).
- se dispone un mecanismo de garantía en caso de incumplimiento de la contribución por parte de cualquier empresa participante, que consiste en la deducción de la deuda con sus multas e intereses moratorios que la IM hará directamente de los montos que le corresponda percibir a la empresa incumplidora por concepto de subsidio de boletos.
- los créditos son cedidos con la garantía dispuesta en los artículos 14 y 15 de la norma legislativa departamental, que consiste en los derechos de crédito que la empresa en cuestión tenga derecho a percibir de la IM "por concepto de subsidio de boletos".
- Por otra parte la IM dispone una serie de sanciones a las empresas que eventualmente incumplan con su obligación de contribución al Fideicomiso que incluso puede llegar a la revocación del permiso.
- las cuatro empresas participantes y la IM suscribieron el 17 de abril de 2018 el denominado "Acuerdo marco para la participación en el fondo de financiamiento del transporte colectivo urbano de Montevideo III".
- Cualquier empresa de transporte nueva, o que sustituya, absorba o se fusione a una existente, queda automáticamente obligada al pago de la prestación.
- Finalmente no puede omitirse la mención a la garantía de estabilidad normativa disciplinada en el artículo 6 del Decreto: *"En caso de que los activos del Fondo sean cedidos, securitizados o afectados en garantía, la Intendencia Municipal de Montevideo garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y sus correspondientes garantías y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse los contratos respectivos."*

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 tercera 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 y entidad registrante. También cabe mencionar la gestión de la IM en su doble rol de administrador del Fondo y fideicomitente. En este último caso, corresponde fundamentalmente analizar su rol desde el punto de vista jurídico comprobando la legalidad de las atribuciones a que se compromete en esta operación. Esto ha sido especialmente verificado en el informe de contingencias jurídicas (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
Total Activo	91.360	92.385	60.013
Pasivo Corriente	13.068	12.998	5.161
Pasivo no Corriente	52.817	55.330	32.069
Total Pasivo	65.885	68.328	37.230
Patrimonio	25.474	24.056	22.784
Total Pasivo y Patrimonio	91.360	92.385	60.013
Razon Corriente	0,72	0,96	1,72

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)
Resultado Operativo	4.385	4.776	4.880
Resultados Financieros	(1.647)	(1.852)	2.176
Resultados antes de impuestos	2.738	2.923	
IRAE	(1.040)	(1.132)	(1.956)
Resultado del período	1.699	1.792	5.100
Res Operativos/Ingresos	11,48%	15,07%	21,76%
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.

En particular se destaca como antecedente relevante el haber administrado varias operaciones análogas a ésta, ya sea referidas al transporte urbano (como en este caso) como al transporte suburbano.

Riesgos Considerados

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de EFAM, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente, más aún tratándose de una tercera operación análoga a las anteriores. *Riesgo casi nulo*.

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente es el flujo futuro de ingresos que se 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 2 % de la recaudación bruta total que las empresas aportan al Fondo, y que tendrá por destino pagar las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

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

El sistema muestra una tendencia decreciente en la venta de boletos, sin embargo, no es tan así en su recaudación, aún en términos reales. En el cuadro siguiente se puede comprobar su comportamiento para los últimos 10 años.

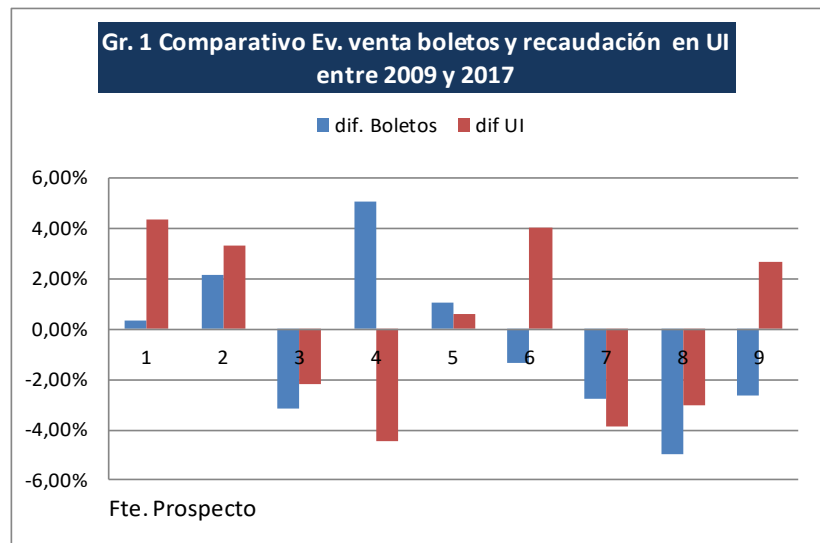
Cuadro 3: venta de boletos y recaudación (en millones) y variación porcentual anual

Año	MM boletos	MM \$	MM UI	Var boletos	Var en UI
2008	279	3.797	2.096		
2009	280	4.258	2.187	0,36%	4,34%
2010	286	4.687	2.260	2,14%	3,34%
2011	277	4.946	2.210	-3,15%	-2,21%
2012	291	5.108	2.111	5,05%	-4,48%
2013	294	5.587	2.124	1,03%	0,62%
2014	290	6.327	2.209	-1,36%	4,00%
2015	282	6.595	2.123	-2,76%	-3,89%
2016	268	7.024	2.058	-4,96%	-3,06%
2017	261	7.672	2.113	-2,61%	2,67%

Fuente: Prospecto informativo

De acuerdo al cuadro precedente, en 2017 se vendieron 2,61 % boletos menos pero, en términos reales (expresada en UI) la recaudación creció 2,67 %.

Para la serie de 10 años, se aprecia un aumento en la venta de boletos hasta el 2013 y a partir de ahí registra una caída relativamente importante (2,11 % anual para los últimos 5 años). En cambio, en términos reales (UI) la recaudación registra una caída de 0,6 % anual para todo el período analizado pero de 0,07 % anual en los últimos 5 años, es decir, se mantiene relativamente estable. Esto se refleja en la gráfica siguiente.



Puede observarse que en materia de recaudación, en moneda constante, la tendencia no guarda correlación estricta con la venta de boletos.

Garantía

La garantía es el subsidio. En cuanto a las cifras, se dispone de la información proporcionada por el estructurador. Así por ejemplo, para el año 2017, los ingresos totales representaron millones de UI 2.113 de los cuales, millones de UI 283 correspondieron a subsidio, es decir el 13,39 % del total recibido por las empresas corresponde a este concepto.

En el cuadro siguiente se puede apreciar lo antedicho, el total de los ingresos de las empresas para el año 2017, el monto del subsidio percibido (incluido en el total) y la contribución a que se obligan las empresas. En este último caso, se plantean dos escenarios, una contribución del 2 %, determinada para el fideicomiso que nos ocupa y una contribución del 5 % que se corresponde con la contribución acumulada de éste y el anterior fideicomiso hasta su cancelación.

Cuadro 4: ingresos y subsidio 2017 (en millones de UI)			
ingresos	2%	5%	subsidio
2.113	42	106	283

Fuente: EFAM

Naturalmente que la garantía opera por empresa eventualmente incumplidora pero a los efectos de este análisis alcanza con observar las cifras globales. Del cuadro precedente, queda claro que la cifra percibida por el sistema en concepto de subsidio supera holgadamente el compromiso de cesión del 2 % de los ingresos brutos totales. De cualquier forma, se recuerda que por el diseño de la operación, cualquier inconveniente en los montos recibidos por el fideicomiso tiene como única consecuencia, dilatar el plazo de cancelación.

Sin embargo, es necesario considerar que a la fecha de elaborar este informe, aún está vigente el anterior fideicomiso. En ese caso, la cesión de las empresas es del 3 % de sus ingresos brutos y por lo tanto la sumatoria de ambos es el

monto a cubrir por la garantía en caso de un eventual incumplimiento durante dicho período

Puede comprobarse, que el subsidio recibido por las empresas en el último año, supera en más del doble la cesión conjunta comprometida (5 %). Esta situación podría durar presumiblemente hasta comienzos de 2021.

Estimación del período de repago

En base a lo anterior, el estructurador presenta en el Prospecto una simulación del periodo de repago de los títulos, intereses y demás costos del fideicomiso tomando como base la recaudación de 2017 y considerando una caída de la recaudación del 1,4 % anual (en UI) equivalente a la caída registrada en los últimos 3 años. De la planilla financiera aportada se desprende que el interés utilizado en el cálculo fue de 4,8 % anual en UI; éste y demás supuestos utilizados lucen razonables.

El resultado se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Período de repago estimado	
variaciones	repago
-50%	7,33
-20%	7,17
0%	7,00
20%	6,83
50%	6,67

Fuente: Prospecto informativo

Como puede apreciarse, en el escenario base considerado (caída del 1,4 % anual de la recaudación total) la operación se cancela en 7 años; mientras que en un escenario muy adverso que se corresponde a una caída anual de 2,15 % (caída 50 % mayor respecto del escenario base) el período de repago aumenta en 4 meses. Como se ha expresado, los supuestos en base a los cuales se realizó esta estimación lucen razonables y la sensibilización parece rigurosa; a pesar de lo cual, el período de repago se altera en pocos meses.

El mercado del boleto urbano de Montevideo se analizará con más detalle en la Sección V de este informe.

Como queda dicho, el estructurador presenta un análisis de sensibilidad que estresa fuertemente la principal variable no influenciada directamente por el regulador (venta de boletos) por lo que no corresponde que CARE sensibilice aún más las variables que componen el activo subyacente, máxime cuando se trata de un mercado totalmente regulado por la IM.

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.

Entre otras particularidades, es conveniente tener en cuenta el contexto en que se realiza esta operación, íntimamente vinculado a las políticas públicas que lo sostienen y que podría resumirse en lo siguiente:

- La IM garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas (legales y reglamentarias) que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el Contrato de Fideicomiso.
- En particular, la IM garantiza la estabilidad del artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros el cual establece que las tarifas de pasajes deberán responder a la realidad del transporte, en base a una ecuación racional para el cálculo de las mismas, que garantice el equilibrio económico de las empresas de transporte.
- Asimismo, la IM se comprometió, ante eventuales cambios en el mercado de transporte colectivo de Montevideo, a que los permisos gravados se mantengan en los términos actuales con una tolerancia máxima de 1 %.

El Mercado

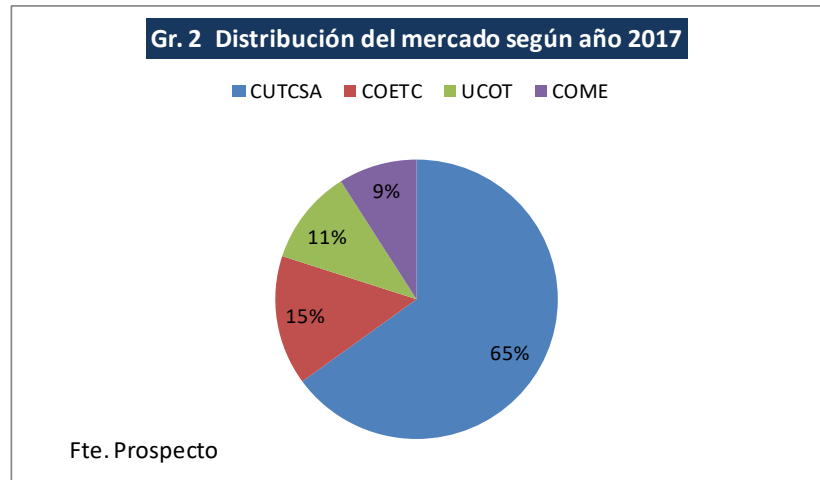
Como se ha mencionado, el transporte colectivo de pasajeros en líneas urbanas de Montevideo está estrictamente regulado por la Intendencia de Montevideo en todos sus aspectos, tanto operativos (líneas y frecuencias), como económicos (tarifa). Se trata de un servicio prestado en carácter de concesión, a través del otorgamiento de permisos por parte de la IM.

Las tarifas son ajustadas semestralmente en base a una paramétrica de costos y a las informaciones surgidas de las declaraciones juradas auditadas presentadas por las empresas sobre la recaudación y sus costos.

Actualmente hay cuatro empresas prestando este servicio: CUTCSA, COME, UCOT y COETC. Al año 2016 los permisos concedidos eran 1.528 siendo que las unidades realmente en circulación eran 1.503 (98,4 %). A diciembre de ese año, el servicio ocupaba a 6.958 personas.

En el Cuadro 3 se puede apreciar resumidamente las principales cifras del sector en términos de venta de boletos e ingresos totales, en moneda corriente y en UI. Los ingresos se componen de la recaudación directa de la plataforma, los Pases Libres, Abonos Institucionales y el subsidio que las empresas perciben de la IM en compensación por la bonificación a los usuarios estudiantes y jubilados de entre 50 % y 30 % del costo del boleto.

La distribución del servicio entre las empresas no es homogénea sino que hay una notoria preeminencia de la empresa CUTCSA sobre las demás (65 % de los ingresos en 2017), seguida de COETC con un 15 %, luego vienen UCOT y COME con una participación de 11 % y 9 % respectivamente. Esto se puede apreciar en la gráfica siguiente.



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

Riesgo de mercado: Si bien el mercado muestra señales de que se viene debilitando en los últimos años, en este caso particular es un mercado que se encuentra sujeto a múltiples regulaciones por parte de la IM, 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 urbano de pasajeros en Montevideo se encuentra fuertemente regulado por parte de la IM, tanto en lo que se refiere a la asignación de las líneas, como al control de las frecuencias y las tarifas. Asimismo es el administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Urbano de Montevideo y además quien abona el subsidio del boleto que, para el caso de esta operación, oficia de garantía. En este sentido, las decisiones que se tomen a través de las políticas públicas tendrán una incidencia directa sobre el sector. Esta fuerte intervención, para el caso que nos ocupa, constituye la principal fortaleza del sistema por cuanto tiene por objetivo explícito brindar un servicio considerado esencial a través de empresas concesionarias que necesariamente deben tener un equilibrio económico que asegure su sostenibilidad en el tiempo. En otros términos, la IM debe velar por la seguridad de los flujos futuros que se fideicomiten.

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

Riesgo de políticas públicas sectoriales: La fuerte regulación de la IM y las normas ya citadas y analizadas exhaustivamente en el Informe Jurídico, 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.⁷

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

⁷. 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 Jurídico

“FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO III”

I – Consideraciones generales. Marco normativo habilitante

El presente negocio fiduciario encuentra asidero en la estructura jurídica diseñada a partir del Decreto de la Junta Departamental de Montevideo (JDM), **N° 30.598** del 18 de diciembre de 2003 (el Decreto), por la cual se creó el FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO (el Fondo). Sus objetivos son: cancelar pasivos financieros de las empresas y cancelar deudas contraídas por el Fondo para atender lo anterior. Este Fondo es financiado por una contribución a cargo de las empresas permisarias o concesionarias del servicio de transporte colectivo urbano de pasajeros de hasta el 5% de la recaudación bruta por venta de boletos y los montos por subsidios de la IDM (artículo 2 del Decreto). Los artículos siguientes habilitan y reglamentan la posibilidad de que los activos sean cedidos, afectados en garantía o securitizados. La norma define a la contribución creada como una renta departamental al tiempo que aclara que la IDM es la **titular y administradora del Fondo**. Finalmente, se dispone un mecanismo de garantía en caso de incumplimiento de la contribución por parte de cualquier empresa participante, que consiste en la deducción de la deuda con sus multas e intereses moratorios que la IDM hará directamente de los montos que le corresponda percibir a la empresa incumplidora por concepto de subsidio de boletos.

De esto se desprende, en atención a los objetivos señalados, que la norma departamental autorizó expresamente a titularizar sus activos en un proceso de emisión bursátil. La Ley de Fideicomiso N° 17.703 vino a proporcionar uno de los vehículos para dicha securitización, siendo la estructura bajo análisis la tercera. En tal sentido, de la documentación relevada surge la información pertinente del negocio fiduciario precedente, el cual aún se encuentra vigente y en funcionamiento. En efecto, dado el interés de los involucrados de realizar una nueva emisión de títulos, con fecha 1 de febrero de 2018, la IDM emite la **Resolución N° 603/18** que en lo medular aprueba el Reglamento que regirá el Fondo para este tercer fideicomiso financiero. Allí se expresa que por Resolución N° 1522/10 del 15/4/2010, se fijó la tasa de contribución a cargo de las empresas de transporte que acordaron participar en el Fondo, en un 3% de la recaudación proveniente de la venta mensual de boletos incluyendo el monto de los subsidios correspondientes. Este flujo de créditos fue cedido al Fideicomiso Financiero II según contrato otorgado el día 6 de julio de 2010, y los títulos de deuda emitidos por dicho fideicomiso aún no han sido cancelados.

La Resolución N° 603/18 fijó en su artículo 4 la tasa de la contribución en un 2% de la recaudación bruta proveniente de la venta mensual de boletos incluyendo el monto de los subsidios correspondientes; completándose así el límite de 5% del artículo 2 del Decreto 30.598. Por **Resolución del Intendente N° 1841/2018** del 18 de abril de 2018, se aprueba la constitución del Fideicomiso Financiero III, asumiendo la IDM el rol de Fideicomitente y contratando a EFF ASSET MANAGMENT AFISA como Fiduciario.

El presente informe versa sobre la estructura jurídica al amparo de las normas departamentales señaladas y de la Ley 17.703. Está elaborado en base al análisis del Prospecto Informativo ingresado al BCU en el corriente mes de mayo; con los siguientes Anexos centrales:

- a) Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero suscrito el 25 de abril 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 Urbano de Montevideo” firmado el 17 de abril de 2018;
- d) el Contrato de Entidad Representante suscrito el 3 de mayo 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.

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, por el cual la Intendencia Departamental de Montevideo (IDM), como fideicomitente, transfiere determinados derechos de créditos al patrimonio por todo el plazo del negocio y según las finalidades del mismo. Esta cesión está autorizada por el Decreto N° 30.598 y la Resolución 603/18. Por su parte, 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 del Decreto y artículo 4 de la Resolución del Intendente N° 603/2018 del 1/2/2018, saber: el **2%** de la **“recaudación bruta total proveniente de la venta mensual de boletos por servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros, incluidos los montos correspondientes a los subsidios de la Intendencia de Montevideo”**. Asimismo y como en la estructura precedente, los créditos son cedidos con la garantía dispuesta en los artículos 14 y 15 de la norma legislativa departamental, que consiste en los derechos de crédito que la empresa en cuestión tenga derecho a percibir de la IDM **“por concepto de subsidio de boletos”**.

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: **“los derechos de crédito transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso**, por efecto resultante del Contrato de Fideicomiso, correspondientes a la **contribución del 2%** 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 urbano de pasajeros, incluidos los montos correspondientes a los subsidios de la Idem”.

Los sujetos obligados a pagar la contribución son las empresas CUTCSA, COETC, UCOT y COME, y todas aquellas que en el futuro obtengan permiso o concesión del servicio público de transporte urbano capitalino (art. 3 del Decreto). Por su parte, es relevante anotar que las cuatro empresas mencionadas y la IDM suscribieron el 17 de abril de 2018 el denominado ACUERDO MARCO PARA LA PARTICIPACIÓN EN EL FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO III.

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, incluyendo la garantía establecida en los artículos 14 y 15 del Decreto. La IDM como administrador del Fondo y Fideicomitente de la estructura se obliga a notificar la cesión a las empresas de transporte actualmente comprendidas, así como aquellas que en el futuro adquieran la calidad de permisarias del servicio, en cuyo caso queda establecido que la notificación deberá verificarse en forma simultánea al otorgamiento de la concesión o permiso correspondiente.

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 225.000.000**.

En el Prospecto y Contrato no luce la tasa de interés compensatorio pues la misma será determinada 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.

Los montos 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.

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 Minorista** y los segundos dentro del **Tramo General**, 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

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 IDM. Conforme al artículo 8 del Decreto la IDM es **titular y administradora** del Fondo y otras disposiciones de la norma habilitan a ceder, securitizar o afectar en garantía sus activos. Esta habilitación jurídica se completa con el marco normativo general de la Ley 17.703, y la modalidad particular disciplinada a partir del artículo 25 de la misma; normas que interpretadas en conjunto lleva a concluir que la IDM tiene legitimación para constituir el Fideicomiso Financiero en calidad de Fideicomitente. En función de ello, es plenamente válida y eficaz la cesión de los derechos de crédito y su derecho accesorio de garantía, ya operada bajo las disposiciones convencionales y normativas que se comentan en este informe.

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, debemos señalar que 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 del Fondo y a mediano o largo plazo cumplir las políticas públicas trazadas para el sector, a saber: reestructura los pasivos y recomponer el capital de giro de las empresas de transporte adheridas. 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 urbano

Los datos fundamentales están en el apartado IV del Prospecto Informativo (Objetivo de la Emisión). De allí se extrae, en primer lugar, que las tarifas son ajustadas por la fiduciante en forma semestral en base a una paramétrica de costos y las declaraciones juradas auditadas que presentan las empresas concesionarias. Las cuatro empresas que actualmente prestan el servicio han firmado el Acuerdo Marco para la presente estructura (CUTCSA, COME, UCOT, COETC).

En el año 2016 se emitieron 268 millones de boletos con ingresos totales de \$ 7.024 millones (UI 2.058 millones) y en el año 2017 se verificó una baja de 2,58% de venta de boletos pero los ingresos aumentaron en un 9,23%. Cuando se analiza la última década surge un incremento anual del 0,34%, con una caída del 2,11% anual si se mide el último quinquenio. La recaudación medida en Unidades Indexadas arroja una caída en la década de 0,6% anual y de 0,7% anual si se toman los últimos cinco años.

Para definir la contribución del 2% de las empresas adherentes, se consideró el período julio-noviembre de 2017 y se tomó un escenario base de 7 años para el repago de los TD, incluyendo capital, intereses y todos los gastos del Fideicomiso. Sensibilizando esto a una situación adversa de una caída anual de 2,15% de la recaudación en todos los años de lo proyectado, arroja que el período de pago sería 7 años y 4 meses. De lo dicho hasta aquí, puede estimarse que el flujo de créditos futuros es homogéneo y suficiente para la satisfacción del derecho de crédito emergente de los valores.

Cabe preguntarse si este mercado puede sufrir contingencias que puedan cambiar este parecer. En cuanto a la demanda de boletos no parece ser el caso, pues se trata de un servicio esencial, de acceso universal que constituye el principal medio de transporte capitalino; aspectos que en el plazo de repago de los títulos, parecen de variación casi imposible. En cuanto a las empresas partícipes, es importante señalar que el decreto establece que ante cualquier enajenación o transferencia de los permisos, las empresas adquirentes quedarán obligadas al pago de la contribución al Fondo.

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

El artículo 4 del Decreto establece 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. 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, es dable considerar que existen importantes mecanismos para mitigar las consecuencias del incumplimiento de las empresas. El primero de ellos es la garantía que el Decreto diseña en sus artículos 14 y 15. Según

el primero y verificado el incumplimiento, la IDM procederá a deducir las contribuciones no abonadas con multas e intereses moratorios devengados, de los montos que a dicha empresa le corresponda por concepto de subsidio de boletos. El artículo 15 complementa señalando que al tiempo que hace la deducción, la IDM le pagará al cesionario (en el caso el Fideicomiso), en la misma forma que debieron ser abonadas las contribuciones incumplidas. Es igualmente importante consignar que esta garantía está recogida tanto en la Resolución N° 603/18 que aprueba el Reglamento del Fondo (Capítulo III), en el Acuerdo Marco (art. 4) y en el Contrato de Fideicomiso. En este último caso es fundamental tener presente que la transferencia de los créditos al patrimonio autónomo comprende el derecho accesorio de garantía. Esto está contemplado en varias disposiciones, destacándose el inciso 2 de la cláusula 5: "La transferencia de los Créditos incluye el derecho a ser beneficiario de la Garantía establecida por los artículos 14 y 15 del Decreto..."

Por lo demás, las normas administrativas establecen varios mecanismos complementarios y coadyuvantes a la solvencia del Fondo y por añadidura a la satisfacción de los TD. A título enunciativo cabe citar:

- a) El artículo 17 del Decreto define tres infracciones: la falta de pago a la que ya nos referimos, la discordancia entre los montos vertidos y lo declarado al Fondo y la omisión, atraso, falsedad o falta de correspondencia en la información que las empresas deban aportar.
- b) El artículo siguiente dispone que para las dos primeras infracciones se aplicará por la IDM una multa del 10% más un interés moratorio de hasta el 50% de las tasas medias del trimestre anterior a la infracción publicada por el BCU para préstamos bancarios a empresas en moneda nacional y para plazos menores a un año.
- c) El artículo 19 reglamenta que si el incumplimiento en el pago de la contribución se prolonga por más de 6 meses consecutivos o si la garantía no fuera suficiente para cubrir las contribuciones impagas, la IDM **suspenderá en forma automática el 5%** de los permisos o concesiones concedidos a dicha empresa para la explotación del servicio de transporte, por cada mes de atraso y hasta que regularice lo adeudado. La cuota suspendida podrá ser otorgada transitoriamente a otra empresa que estará igualmente obligada al pago de la contribución en el porcentaje que determine la administración para el caso concreto.
- d) Si el incumplimiento en el pago por parte de una empresa supera los doce meses, **la IDM revocará en forma permanente todos los permisos o concesiones** otorgados a dicha empresa.
- e) Finalmente se apunta que el Contrato de Fideicomiso añade una cobertura de solvencia al flujo cedido y a la garantía previamente negociada con las empresas. Se trata de las condiciones estipuladas en la cláusula 12 que conviene reproducir: *"El Fiduciario procederá a realizar la emisión de los Títulos de Deuda siempre que previamente reciba la documentación que acredite que la Garantía del fondo creada por el Decreto 30.598 para cada Empresa de Transporte, tiene al menos un porcentaje libre de gravámenes equivalente al 6,5% de la recaudación bruta total proveniente de la venta mensual*

de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros, incluido los montos del subsidio correspondiente a dicha venta, a cargo de la Intendencia de Montevideo, o no existieran cesiones de créditos derivados de los subsidios que tengan prioridad para su cobro frente a la nueva cesión a este Fideicomiso”.

(iii) Las obligaciones de la IDM y la garantía de estabilidad normativa.

La gestión de la IDM 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 y están sintetizadas en las cláusulas 26 y 27 del Contrato.

Se destaca que la IDM se obliga a realizar los pagos que correspondan bajo la garantía dentro de los primeros 10 días corridos del mes correspondiente y que bajo ningún concepto podrá modificar el porcentaje de la contribución establecido en el Reglamento del Fondo.

Bajo este acápite es importante recordar que aún no se ha cancelado la cesión realizada al negocio fiduciario que le precede al presente y bajo el Reglamento del Fondo aprobado por Resolución N° 1522 del 15/4/2010. En tal sentido, la contribución mensual del 2% fijada para la estructura bajo análisis, entrará en vigencia una vez que el BCU realice la emisión de los TD. En este punto es fundamental la obligación de la IDM de **informar a las empresas de transporte la fecha concreta a partir de la cual deberán comenzar a pagar la nueva contribución del 2% mensual**, pues ella se añadirá a la que ya pagan del 3% por el Fideicomiso anterior. Por tanto y hasta que se cancelen los TD emitidos por el Fideicomiso II, las empresas estarán obligadas por el máximo permitido la norma original del artículo 2 del Decreto.

Finalmente no puede omitirse la mención a la garantía de estabilidad normativa disciplinada en el artículo 6 del Decreto: *“En caso de que los activos del Fondo sean cedidos, securitizados o afectados en garantía, la Intendencia Municipal de Montevideo garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y sus correspondientes garantías y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse los contratos respectivos (...). La garantía se extinguirá simultáneamente con el cumplimiento total de las obligaciones del Fondo derivadas de la operación realizada”.* Se trata de 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.

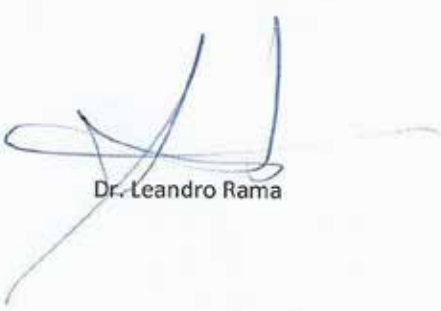
En cuanto a la responsabilidad del Fiduciario, se debe tener presente que rige el artículo 16 de la Ley 17.703, que consagra una responsabilidad subjetiva bajo el estándar del **bueno hombre de negocios**. El mismo tipo de responsabilidad le cabe a EFAM Afisa, en su rol de Agente de Pago y Entidad Registrante, 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 analizó el contrato de Entidad Representante firmado el 3 de mayo de 2018 entre el Fiduciario con BEVSA, entidad contratada para dicho rol, constatándose que el mismo cumple con las pautas legales del artículo 73 y siguientes 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, 23 de mayo de 2018.-



Dr. Leandro Rama