

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

Montevideo, abril de 2019

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

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FF "FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO III" 8-abril-2019

Plazo:	variable en función del flujo de fondos cedidos; 7 años y 4 meses en el escenario base.
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública
Monto:	UI 225.000.000 de Valor Nominal
Fecha de suscripción:	1 y 2 de octubre de 2018
Activo Fideicomitado:	Créditos contra el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo urbano de Montevideo, 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:	4,0% lineal anual en UI
Gracia:	No se dispone período de gracia por lo que se comienza a amortizar de inmediato una vez realizada la emisión e integración de fondos (noviembre 2018). Esto supone que por algún tiempo se superpone la amortización de estos títulos con los del fideicomiso anterior (fecha probable de cancelación primer semestre de 2021)
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 ^{1y2}
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

¹. Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

². La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE.

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado “Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III” (Fondo) manteniendo 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 realizó una emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por 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:

- 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, tal cual fuera analizado en profundidad en el informe jurídico anexo a la calificación original. (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.

¹. La tasa de capitalización o más conocida como CAPRATE es el cociente entre el ingreso neto producido por el alquiler y el valor de la propiedad

- 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.
- 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 los últimos diez años se registra una caída acumulativa anual del 1,0% en la recaudación en términos reales; si se consideran los últimos 5 años la caída es de un 0,7%. Tomando en cuenta esta realidad, el periodo de repago de los títulos se estimó en 7 años y un mes y si se simula un escenario muy adverso (caída anual de 2,2 %) el periodo de repago aumentaría en 4 meses adicionales (7 años y 5 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 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 UI 225.000.000. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte de la IM en su calidad de Fideicomitente y titular del Fondo de los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 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 corresponde³.

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

³. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas 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 anexó en la calificación original.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

i. Antecedentes generales

- El Decreto de la Junta Departamental (JDM) No. 30.598 de fecha 18/12/2003⁴ creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo⁵.
- 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.
- 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 fueron: CUTCSA, COETC, UCOT y COME.

⁴. En adelante El Decreto

⁵. 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.

ii. Hechos salientes del período

Entre los días 1 y 2 de octubre de 2018 se realizó en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay (BEVSA), la suscripción de los títulos de deuda Fideicomiso Financiero del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III un monto de UI 225.000.000 (doscientos veinticinco millones de unidades indexadas). Los títulos finalmente fueron adquiridos en su totalidad por el tramo competitivo ya que no hubo ofertas dentro del tramo no competitivo. El precio ponderado de los TTDD se ubicó en el entorno de 104,11%.

Como estaba previsto, con la recaudación del mes de noviembre 2018 comenzó el pago de intereses y las amortizaciones de los Títulos.

iii. Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables de EF Asset Management al 31/12/2018.
- o Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2018.
- o Informe de contribuciones recibidas y pagos a los inversores.
- o Ingresos brutos de las empresas de transporte y evolución de las ventas de boletos.
- o Monto de subsidios devengados en el año 2018

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 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 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:	UI 225.000.000 de valor nominal
Interés:	4,0% lineal anual en unidades indexadas.
Fecha de suscripción:	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 comienzan 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 se adjuntó en la calificación original. El mismo destacaba 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.

Autoridades

Son socios accionistas en partes iguales la Sra. Sandra Susana González Vila y Diego Rodríguez Castagno. Este último es a su vez el presidente de la firma siendo el Sr. Nelson Mendiburu Battistessa el vicepresidente.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2018 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo Corriente	9.167	9.391	12.515
Activo no Corriente	95.074	81.968	79.870
Total Activo	104.240	91.360	92.385
Pasivo Corriente	14.368	13.068	12.998
Pasivo no Corriente	63.040	52.817	55.330
Total Pasivo	77.408	65.885	68.328
Patrimonio	26.832	25.474	24.056
Total Pasivo y Patrimonio	104.240	91.360	92.385
Razon Corriente	0,64	0,72	0,96

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados de la firma a diciembre de 2018 muestran un panorama estable respecto a ejercicios anteriores aunque con una facturación creciente.

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

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/16
Ingresos Operativos	45.176	38.189	31.697
Gastos Adm. y Vtas.	(41.745)	(33.804)	(26.921)
Resultado Operativo	3.431	4.385	4.776
Resultados Financieros	(682)	(1.647)	(1.852)
Resultados antes de impuestos	2.749	2.738	2.924
IRAE	(1.120)	(1.040)	(1.132)
Resultado del período	1.629	1.699	1.792
Res Operativos/Ingresos	7,59%	11,48%	15,07%
Res Ejercicio/Ingresos	3,61%	4,45%	5,65%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

2. El Fideicomiso

Mediante contrato celebrado el 25/4/18 y su posterior modificación el 09 de julio de 2018, se constituyó el Fideicomiso Financiero FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO III.

El 24/8/18 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2018/165).

Entre el 1 y 2 de octubre de 2018, EFAM procedió a la colocación en oferta pública del monto previsto, UI 225 millones, los que devengarán un interés anual lineal de 4 % sobre saldos.

En el cuadro siguiente se informa el estado de situación financiera del fideicomiso al 31/12/18, no corresponde el comparativo por ser el primer ejercicio del mismo.

Cuadro 3: Estado Situación (miles de \$)

Concepto	31/12/2018
Activo Corriente	764.253
Activo no Corriente	124.770
Total Activo	889.023
Pasivo Corriente	764.253
Pasivo no Corriente	124.770
Total Pasivo	889.023
Patrimonio	-
Total Pasivo y Patrimonio	889.023
Razon Corriente	1,00

Fuente: EE.CC Fideicomiso

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*.

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. Esto es, la IM regula las líneas, frecuencias y tarifas. Se trata de un servicio prestado en carácter de concesión a través de permisos otorgados por la IM y las tarifas son ajustadas periódicamente en base a una paramétrica conocida. Vale decir que la IM tiene control e incidencia directa en la generación de los recursos que se fideicomiten.

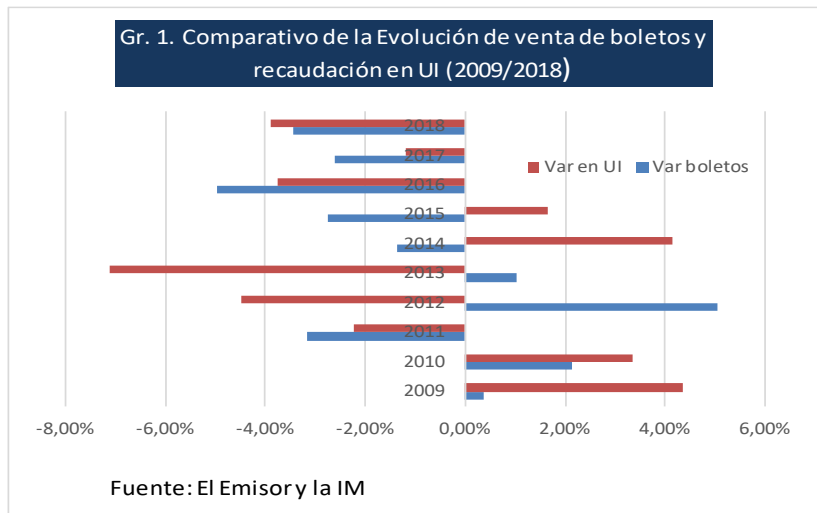
El sistema muestra una tendencia decreciente en la venta de boletos, sin embargo, no es tan así en su recaudación, aún en términos reales. En el cuadro siguiente se puede comprobar su comportamiento para los últimos años.

Cuadro 4: 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	5.157	1.961	1,03%	-7,11%
2014	290	5.844	2.042	-1,36%	4,13%
2015	282	6.448	2.076	-2,76%	1,67%
2016	268	6.812	1.998	-4,96%	-3,76%
2017	261	7.161	1.974	-2,61%	-1,20%
2018	252	7.392	1.897	-3,45%	-3,90%

Fuente: Prospecto informativo e información de la Intendencia Montevideo

Cómo puede observarse en el cuadro, la venta de boletos aumenta hasta el año 2013 y luego comienza a caer. Por su parte, los ingresos reales si bien tienen un comportamiento similar, éste es más atenuado. Es así que entre 2013 y 2018 la venta de boletos cae en un 3% acumulativo anual, mientras que los ingresos en unidades indexadas apenas lo hacen en un 0,7%. Esto responde a que la IM regula los ingresos de las empresas (vía tarifas y/o subsidios) cuidando la sanidad financiera de las mismas.

En la siguiente gráfica se muestra cómo evolucionan anualmente las ventas de boletos y los ingresos reales. Se destaca que en los últimos tres años han caído las ventas de boletos y los ingresos.



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

Garantía

La garantía es el subsidio de la Intendencia de Montevideo. En cuanto a las cifras, se dispone de la información proporcionada por el estructurador y por la Intendencia de Montevideo. Así por ejemplo, para el año 2018, los ingresos brutos totales representaron 1.897 millones de UI de los cuales, 255 millones correspondieron a subsidio de la Intendencia de Montevideo, es decir el 13,5 % 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 2018, 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 5: subsidio 2018 (millones UI)

ingresos	2%	5%	subsidio
1.897	38	95	255

Fuente: CARE en base a Intendencia de Montevideo

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 % y del 5 % de los ingresos brutos totales como se explica más adelante. 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.

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 holgadamente la cesión conjunta comprometida (5%). Esta situación podría durar presumiblemente hasta comienzos de 2021.

Evolución de la recaudación y pagos

A partir del mes de noviembre se empieza a recaudar el 2% adicional de los ingresos brutos de las empresas intervinientes y en consecuencia se pagan mensualmente los intereses generados y los saldos se vuelcan a amortizar los títulos de deuda. En el cuadro siguiente se observa un detalle de los pagos realizados.

Cuadro 6.- Recaudación del Fideicomiso y pago a los inversores en UI				
	Recaudación 2%	Amortización	Intereses	Saldo de TD
Nov-18	3.206.369	1.831.883	1.374.486	223.167.432
Dic-18	3.320.606	2.577.231	743.374	220.588.408
Total	6.526.975	4.409.114	2.117.861	

Fuente: CARE en base a Fiduciario

Estimación del período de repago

El estructurador presentó en el Prospecto original 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 1,1 % anual (en UI) equivalente a la caída registrada entre 2014 y 2017. 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 se entendieron razonables.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente, en el que además de realiza una sensibilización del flujo suponiendo diferentes reducciones esperadas en la reducción anual de la recaudación (un 50 y un 20 en más o menos de la estimada como base).

El resultado se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 7: Período de repago estimado (Prospecto)	
Reducción Anual	repago
1,65%	7,58
1,32%	7,42
1,10%	7,33
0,88%	7,25
0,55%	7,08

Fuente: Prospecto informativo

Una vez realizada la emisión y conocida la tasa de interés de los títulos de deuda, CARE recalculó el período de repago estimado con la tasa del 4,5% anual en UI. Se dispone de un año más de ingresos de las empresas de transporte, pero ello no amerita por el momento a modificar las proyecciones de caída de la producción supuestas en el modelo original. En los últimos 10 años la tasa de caída de los ingresos fue del 1% y si se consideran los últimos 5 años ésta es del 0,7%.

Cuadro 8: Período de repago estimado (CARE)

Reducción anual	repago
2,20%	7,42
1,65%	7,25
1,10%	7,08
0,88%	7,00
0,55%	6,97

Fuente: CARE

Tomando como base una caída de un 1,1% anual de la recaudación total para el escenario más probable, se estima que se requerirían 7 años y un mes para la cancelación total.

Se realizó también una nueva sensibilización del flujo, pero suponiendo un escenario aún más adverso que supone una caída el doble de la esperada (2,2% anual), en este caso, el período de pago aumenta en 4 meses, es decir se requerirán 7 años y 5 meses.

Como se ha expresado, los supuestos de base a los cuales se realizó esta estimación lucen razonables y el menor interés de los títulos acorta el período de repago. La sensibilización parece rigurosa; a pesar de lo cual, el período de repago se altera en pocos meses. Por otra parte, la única consecuencia que tendría una situación aún más severa sería la extensión del plazo de repago, que está previsto en el Fideicomiso.

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

El estructurador presentó un análisis de sensibilidad que estresa fuertemente la principal variable no influenciada directamente por el regulador (venta de boletos); a su vez en esta oportunidad CARE ajustó la tasa de interés considerada y a su vez proyectó sobre un escenario aún más adverso, manteniéndose las conclusiones en cuanto al muy bajo riesgo de la generación de flujos suficientes para enfrentar los compromisos asumidos.

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.

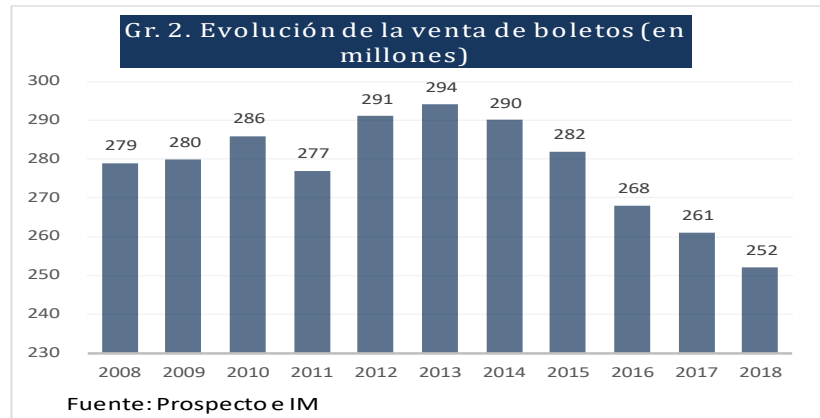
Entre otras particularidades, es conveniente tener en cuenta el contexto en que se realiza esta operación, íntimamente vinculado a las políticas públicas que lo sostienen y que podría resumirse en lo siguiente:

- 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.

La venta de boletos que llegó a un máximo de 294 millones de boletos en el año 2013, cayó para ubicarse en 252 millones de boletos en 2018. Esto implica una reducción de un 3,0% anual durante ese período. No obstante, como ya fuera comentado la recaudación bruta en unidades indexadas en ese mismo período apenas si se redujo en un 0,7% anual. Esto confirma que la IM tiene en cuenta al momento de realizar los ajustes de precios la situación del sector, con el objetivo de mantener un cierto equilibrio económico de las empresas.

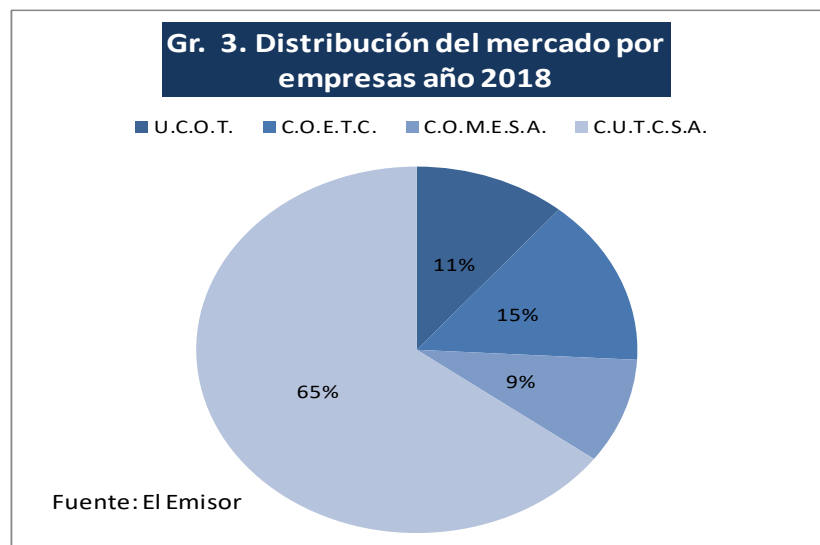


Las tarifas son ajustadas semestralmente en base a una paramétrica de costos y a las informaciones surgidas de las declaraciones juradas auditadas presentadas por las empresas sobre la recaudación y sus costos.

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 4 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), 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 a la calificación original.

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 inversor⁶.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

⁶. 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.**