

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

Montevideo, agosto de 2019

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
11	II LOS TITULOS DE DEUDA
14	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
24	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS

**CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FF “FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO IV”
08 -agosto- 2019**

Plazo,	variable en función del flujo de fondos cedidos. Para el escenario base se estima en 8 años y 6 meses, luego de finalizado el repago del “Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II;
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a emitirse por hasta la suma de UI 167.000.000 de Valor Nominal.
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 alguno de los permisos de éstas en el futuro, equivalente al 1,5% de la recaudación bruta total.
Fideicomitente:	Intendencia de Montevideo (IM)
Amortización:	Luego del período de gracia, mensuales, variables en función de los créditos recibidos.
Garantía:	Retención de subsidios pagados por la IM a las Empresas de Transporte determinado por Decreto No. 30.598, artículos 14 y 15.
Tasa:	A ser definida en el momento de la emisión. Los cálculos se hicieron sobre la base de 3,82% anual en UI.
Gracia:	Durante este período el Fideicomiso no recibirá pagos de los Créditos y no realizará pago alguno a los Titulares, por ningún concepto. Este período culminará con la cancelación de la cesión de los créditos efectuada al fideicomiso “Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II”, y el comienzo de la recaudación de la nueva contribución del Fondo. Se estima que el período de gracia se extienda hasta setiembre de 2020.
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:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	AA uy ¹
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril 2020

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 IV” (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 cuarto fideicomiso que con estas características se lleva adelante sin que se hayan registrado problemas.

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 167.000.000.

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 1,5 % de la recaudación bruta total de cada una de ellas. Esta contribución comenzará a hacerse efectiva una vez que se cancele el Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II, que era del 3%, y que esta prevista para setiembre de 2020. A partir de ese momento esta contribución del 1,5% se superpondrá con la del FF Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III, que es del 2%.

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 1,5 % de la recaudación bruta total de las empresas proveniente de la venta de boletos a los usuarios de los servicios de transporte de pasajeros, incluidos los montos correspondientes a los subsidios abonados por la IM. 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 (Resolución 1811 del 8 de abril de 2019).
- 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, ante eventuales cambios en el mercado la IM en el Contrato de Fideicomiso se obligó a que el porcentaje de permisos gravados con las contribuciones con relación a los permisos totales del sistema, en todo momento no sea inferior al porcentaje que representen dichos permisos gravados al momento de la emisión por parte del Fideicomiso, con una tolerancia de hasta un 1%.
- También la IM dispone una serie de sanciones a las empresas que eventualmente incumplan con su obligación de contribución al Fideicomiso que incluso puede llegar a la revocación del permiso (artículos 18 y 19 del Decreto de la Junta Departamental).
- En suma, la IM además de ser el Fideicomitente es a quien le competen en forma exclusiva los aspectos regulatorios del sistema de transporte, asegurando con el compromiso de estabilidad de todas las norma, el mantenimiento del flujo esperado de ingresos y minimizando los riesgos políticos.

Respecto de la Administración:

- 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.

Respecto del Activo Subyacente y el Flujo de Fondos:

- La venta de boletos ha venido disminuyendo lo mismo que la recaudación medida en UI; en efecto, en los últimos diez años se registra una caída promedio anual de 0,8% mientras que si se considera un período de 5 años la reducción anual de la recaudación es del 0,3%. Partiendo de la recaudación del año 2018, considerando una tasa de interés del 3,82% y aplicando una reducción anual del 2,32% (equivalente a la caída promedio de la recaudación medida en Unidades Indexadas de los últimos 3 años) el periodo de repago de los títulos se estima en 8 años y seis meses. El estructurador y CARE sometieron ese flujo esperado a condiciones más adversas de ventas de boletos y de tasas de interés observándose que con una razonable ampliación de los plazos se cubren sin inconvenientes los compromisos asumidos.

Respecto del Entorno:

- 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 tres 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 IV" (El Fondo) por un monto total de hasta la suma de UI 167.000.000. 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 1,5 % 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 Martín Durán Martínez, Julio Preve, y 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. 30.598 de fecha 18/12/2003³ 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.
- Por Resolución 603/18 del IM de fecha 1/2/2018 se fija una nueva 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, suscribiendo el correspondiente documento de adhesión con fecha 17 de abril de 2017).
- Hay interés de instrumentar un nuevo mecanismo de financiamiento para destinar al cumplimiento de los objetivos, implementando una nueva contribución del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, por el 1,5% que entrará en vigencia una vez que se cancelen los títulos de deuda emitidos y todas las demás obligaciones derivadas del fideicomiso "Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II" de fecha 6 de julio de 2010.

³. En adelante El Decreto

⁴. En adelante El Decreto

- De acuerdo a lo anterior, con fecha 21 de junio de 2019 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.
- 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 los importes que cada Empresa de Transporte recibe por los subsidios que son Garantía del Fondo, son iguales o mayores a los gravámenes que la afectan a la fecha de emisión.
- 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 cuarta operación de igual naturaleza (aunque de montos distintos) que se realiza. La segunda está vigente –estimándose su cancelación en setiembre de 2020- y la cesión comprometida asciende al 3% de los ingresos brutos de las empresas permisarias. La tercera se emitió en 2018, estará vigente aproximadamente hasta 2025 y tiene una cesión del 2% de la recaudación, por lo que ya se alcanzó al máximo de 5% autorizado en la normativa vigente. Esta cuarta operación establece una cesión del 1,5% que se comenzará a aplicar una vez esté cancelada la segunda operación, a partir de esa fecha la cesión conjunta de los FTU III y IV, alcanzará al 3,5% de la recaudación bruta.

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 21 de junio de 2019.

- Prospecto informativo con sus correspondientes anexos de contratos y Acuerdos Marco y conformidad de las empresas de transporte.
- Decreto de la JDM No. 30.598 de fecha 18/12/2003 y demás normas que atañen directa o indirectamente a esta operación, citadas y analizadas en el Informe Jurídico; en especial la resolución No 1811/19 que reglamenta esta operación (Anexo 1).
- Modelo Financiero. Cronograma tentativo de pagos.
- Estados Contables de la fiduciaria al 31/12/2018.
- Informe de las contingencias jurídicas del Anexo I.
- EE.CC intermedios del “Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II” al 31/3/19 así como su prospecto informativo.
- Calificaciones de Riesgo de los fideicomisos financieros del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II y III.

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.

⁵. Véase Tabla 1 del mismo.

⁶. Véase Tabla 2, op. cit.

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

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 1,5% 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 de deuda escriturales de oferta pública
Moneda:	Unidades Indexadas
Monto de Emisión:	Hasta UI 167.000.000 de valor nominal
Interés:	A determinar previo a la emisión.
Fecha de Emisión:	Una vez registrada la oferta pública por el BCU.
Plazo:	Variable en función del flujo de fondos cedido.
Período de Gracia:	Este período culminará con la cancelación de la cesión de los créditos efectuada al fideicomiso "Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II" de fecha 6 de julio de 2010, y el comienzo de la recaudación de la nueva contribución del Fondo. Durante el Período de Gracia, el Fideicomiso no realizará pago alguno a los Titulares, por ningún concepto. (Se estima que este período de gracia culminaría en setiembre de 2020).
Amortizaciones:	Mensuales, variables en función de los Créditos recibidos. Las amortizaciones comenzaran a realizarse luego del período de gracia.
Agente de Pago:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Calificación de Riesgo:	AA uy

Análisis Jurídico

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

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompaña éste como Anexo 1. Luego de listar los principales documentos anexados al Prospecto Informativo ingresado al Banco Central del Uruguay, el informe jurídico adelanta opinión respecto de que *“de su compulsa puede adelantarse como concepto general que **no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores**”*.

Los principales puntos de interés que destaca el informe son:

- El transporte urbano es la concesión de un servicio público.
- El negocio fiduciario encuentra asidero en la estructura jurídica diseñada a partir del Decreto de la Junta Departamental de Montevideo (JDM), N° 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. 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.
- 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”.
- 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 3 de junio de 2019 el denominado “Acuerdo Marco para la Participación en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo VI”.
- Cualquier empresa de transporte nueva, o que sustituya, absorba o se fusione a una existente, queda automáticamente obligada al pago de la prestación.
- El Fideicomiso añade una cobertura de solvencia al flujo de fondos y la garantía, en las condiciones estipuladas en la cláusula 12 la que establece que *“el Fiduciario procederá a realizar la emisión de los Títulos de Deuda siempre que previamente reciba la documentación que acredite que los importes que cada Empresa de Transporte recibe por los subsidios que son Garantía del Fondo, son iguales o mayores a los gravámenes que la afectan a la fecha de la emisión”*.

- No puede omitirse la mención a la garantía de estabilidad normativa disciplinada en el artículo 6 del Decreto: *“En caso de que los activos del Fondo sean cedidos, securitizados o afectados en garantía, la Intendencia Municipal de Montevideo garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y sus correspondientes garantías y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse los contratos respectivos”.*
- Finalmente el informe destaca que *“En suma, los aspectos regulatorios competen exclusivamente al Fideicomitente y los recursos cedidos al patrimonio de afectación lucen solventes en relación al plazo estimado para el repago de los títulos.”*

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 cuarta 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, 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

Como se ha dicho, este es el cuarto fideicomiso que se crea con un objetivo análogo. El 8 de abril de 2019 la IM emite la Resolución N° 1811/2019 mediante la cual aprueba el reglamento que regirá el mismo. Por lo cual, la resolución de marras (1811/19) habilitante de esta cuarta estructura se financiará con una nueva contribución del Fondo, en este caso del 1,5% de los recursos definidos (así como las garantías otorgadas por la IM), cuya vigencia queda condicionada a "que se cancelen los títulos de deuda emitidos y todas las demás obligaciones derivadas del Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II de fecha 6 de julio de 2010".

Esto es así porque la normativa vigente dispone que el tope de contribución de las empresas de transporte colectivo urbano sobre el Fondo es de hasta 5%. En la actualidad continúan vigentes las operaciones II y III con una afectación de 3% y 2% respectivamente por lo que no sería posible una nueva afectación de 1,5% hasta tanto no se cancele algunas de las anteriores.

El reglamento de este fideicomiso dispuso que habrá un periodo de gracia total hasta la cancelación del FF II, es decir que en dicho período no habrá de efectuar pago alguno por concepto de amortización ni intereses de los títulos emitidos ni habrá de recibir los créditos cedidos.

A efectos de estimar la duración de ese periodo, CARE analizó la situación del FF II. Dicha operación se inició en 2010 y para el cumplimiento de sus objetivos se emitieron dos series, una por UI 343.32 millones y otra por USD 5.966.000; los créditos afectados para la cancelación de los títulos se establecieron en 3% del Fondo; el plazo y, en consecuencia, las amortizaciones eran variables en función de la disponibilidad (estructura análoga a la que nos ocupa).

De acuerdo a los EE.CC del FF al 31/3/19 se registra un pasivo no corriente (títulos a cancelar en 2020) de poco más de UI 19 millones (5,5% del total emitido) y no se registran pasivos de esa naturaleza en dólares por lo que se infiere, de acuerdo al ritmo de créditos a percibir que los títulos emitidos en dólares habrán de cancelarse en el correr del año 2019 mientras que la emisión en UI debería cancelarse confortablemente en el correr del segundo semestre de 2020; esto es consistente con lo estimado oportunamente en el Prospecto Informativo que proyectaba una cancelación de algo más de 8 años para la emisión en dólares y unos 9 años para la emisión en UI.

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 1,5% 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 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.

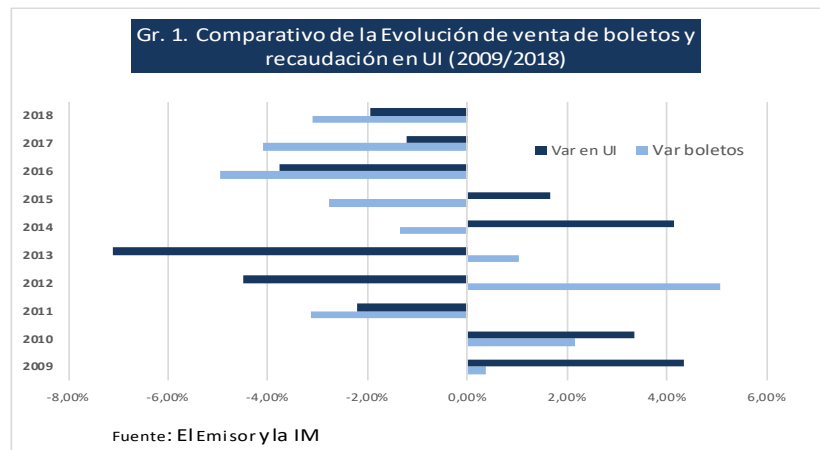
Cuadro 3: Venta de boletos y recaudación (en millones) y variación porcentual anual					
Año	MM boletos	MM \$	MM UI	Var boletos	Var en UI
2008	279	3.797	2.096		
2009	280	4.258	2.187	0,36%	4,34%
2010	286	4.687	2.260	2,14%	3,34%
2011	277	4.946	2.210	-3,15%	-2,21%
2012	291	5.108	2.111	5,05%	-4,48%
2013	294	5.157	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	257	7.161	1.974	-4,10%	-1,20%
2018	249	7.542	1.935	-3,11%	-1,95%

Fuente: Prospecto informativo.

De acuerdo al cuadro precedente, en 2018 se vendieron 3,11% boletos menos pero, en términos reales (expresada en UI) la recaudación cayó 1,95%.

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 (3,3% anual para los últimos 5 años). En cambio, en términos de ingresos reales (UI) la recaudación registra una caída de 0,8% anual para todo el período analizado. 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, 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. Así por ejemplo, para el año 2018, los ingresos totales representaron millones de UI 1.934 de los cuales, 255 millones correspondieron a subsidio de la Intendencia de Montevideo, es decir el 13,2 % del total recibido por las empresas correspondió 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 tres escenarios, una contribución del 1,5 %, determinada para el fideicomiso que nos ocupa, una contribución del 5% que se corresponde a la vigente (FTU II y III) y finalmente la contribución acumulada que se verificará una vez cancelado el FTU II y comience la recaudación para el FTU IV que se superpondrá con el FTU III.

Cuadro 4: Relación de compromisos de cesión respecto del subsidio 2018

	FTU IV	FTU II + III	FTU III +IV	Subsidio
ingresos	1,5%	5,0%	3,5%	
Compromiso MM de UI	29	97	68	255
% respecto del subsidio	11,4%	38,0%	26,6%	

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 de cesión del 1,5%, del 3,5% o del 5% 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.

Como ya fuera comentado, a la fecha de elaborar este informe, aún están vigentes dos fideicomisos (FTU II y FTU III), por lo que las cesiones alcanzan al 5% de los ingresos brutos. Se estima que la cancelación del FTU II se concretaría en setiembre de 2020; a partir de esa fecha el compromiso global pasará a ser del 3,5% de la recaudación bruta.

De cualquier manera, puede comprobarse, que el subsidio recibido por las empresas en el último año, supera holgadamente la cesión conjunta comprometida hoy (5%), y superará aún en forma más holgada los compromisos que genera en el futuro a partir de setiembre de 2020 (3,5%).

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. Los ingresos se proyectaron tomando como base la recaudación en Unidades Indexadas correspondiente al año 2018, considerando la estacionalidad en la recaudación dentro de ese año y aplicando una reducción anual del 2,3% (equivalente a la caída promedio de la recaudación medida en Unidades Indexadas de los últimos 3 años). De la planilla financiera aportada se desprende que el interés utilizado en el cálculo fue de 3,82 % anual en UI; éste y demás supuestos utilizados lucen razonables.

- La reducción del 2,3% anual en la venta de boletos responde al promedio de reducción de los últimos 3 años, la cual es muy elevada si se compara con los datos históricos. En efecto en los últimos 10 años la caída de los ingresos en UI de las empresas fue del 0,8% anual, y si se toman los últimos cinco años la reducción fue del 0,3% anual.
- La tasa de interés utilizada se estimó en base a la Curva de rendimientos en UI que calcula la Bolsa de Valores (Curva UI-BVM). A la fecha de elaboración de este informe la tasa vigente es menor a la utilizada en las estimaciones: 3,34% a 10 años.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente, en el que además se 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).

Cuadro 5: Período de repago estimado luego de finalizada la gracia. (Prospecto)

Reducción Anual	repago
3,48%	9,73
2,79%	8,98
2,32%	8,48
1,86%	8,07
1,16%	7,57

Fuente: Prospecto informativo

Como puede apreciarse, en el escenario base considerado (caída del 2,32% anual de la recaudación total) la operación se cancela en 8 años y 6 meses, Mientras que en un escenario muy adverso que se corresponde a una caída

anual de 3,45 % (caída 50 % mayor respecto del escenario base) el período de repago aumenta en un año y 3 meses más (es decir se va 9 años y 9 meses).

Si bien el estructurador presenta un análisis de sensibilidad que estresa fuertemente la principal variable no influenciada directamente por el regulador (venta de boletos), CARE igualmente entendió necesario sensibilizar otra de las variables, la tasa de interés.

En este sentido se realizaron algunas nuevas estimaciones incrementando significativamente la tasa de interés ya que si bien la utilizada se considera razonable para la situación actual, es menor a la obtenida en las anteriores emisiones⁷. Los resultados obtenidos con una tasa de interés de, 4,5% anual, la que parece extremadamente elevada para las condiciones actuales se presenta en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: Período de repago estimado luego de finalizada la gracia. (CARE Interes del 4,5%)

Reducción anual	repago
3,48%	10,15
2,79%	9,32
2,32%	8,82
1,86%	8,32
1,16%	7,82

Fuente: CARE

Puede observarse que alargando el plazo de repago entre 4 o 5 meses (según el caso), se cancelan sin inconvenientes los compromisos asumidos.

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

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.*

⁷ Los Títulos de Deuda del Fideicomiso del Fondo de Financiamiento del Transporte Urbano de Montevideo III, se emitieron a una tasa de interés del 4% anual en UI en octubre de 2018, pero se colocaron sobre la par, por lo que considerar un interés menor a ese 4% parece entonces razonable. Por su parte la tasa de interés de los Títulos de Deuda del FFTU II emitido en 2010 fue de 5,5% en UI.

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.

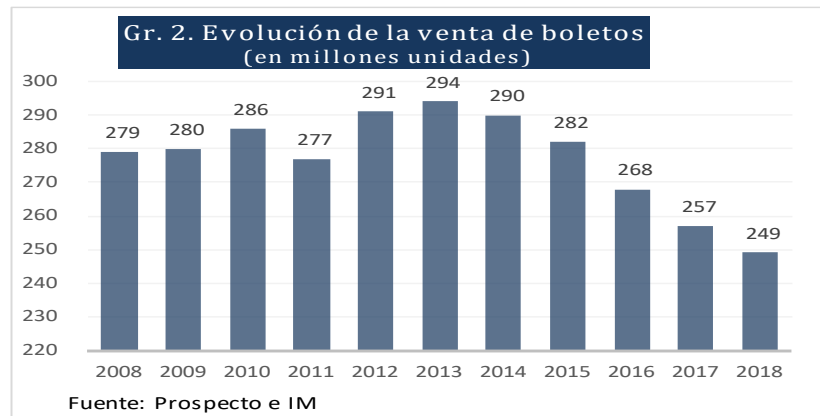
Entre otras particularidades, es conveniente tener en cuenta el contexto en que se realiza esta operación, íntimamente vinculado a las políticas públicas que lo sostienen y que podría resumirse en lo siguiente:

- 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.
- Estos dos puntos actuando en conjunto contribuyen fuertemente a mitigar el riesgo político.
- 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 249 millones de boletos en 2018. Esto implica una reducción de un 3,3% 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 0,3% 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.

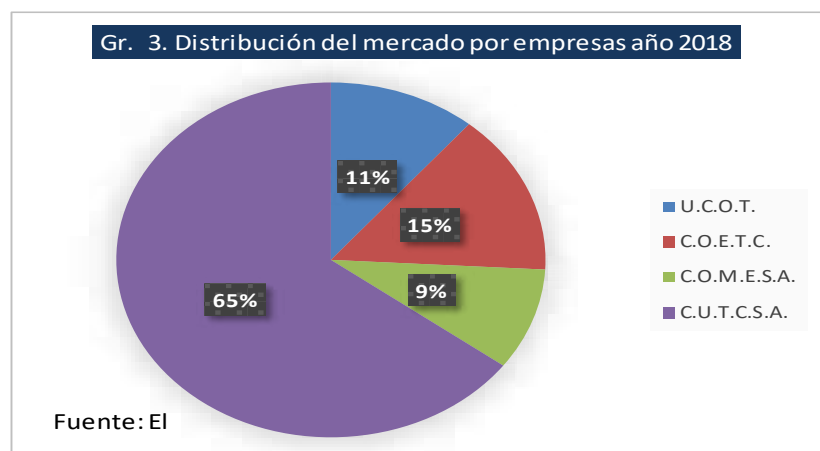


Las tarifas son ajustadas semestralmente en base a una paramétrica de costos y a las informaciones surgidas de las declaraciones juradas auditadas presentadas por las empresas sobre la recaudación y sus costos.

Actualmente hay cuatro empresas prestando este servicio: CUTCSA, COME, UCOT y COETC, las dos primeras bajo la forma jurídica de sociedades anónimas y las restantes como cooperativas. A junio de 2018 los permisos concedidos eran 1.528 siendo que las unidades realmente en circulación 1.527 (99,9 %). A diciembre de ese año, el servicio ocupaba en el entono de 7.000 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), 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.

Cambios en el sistema de transporte

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

En cuanto a la probabilidad de ocurrencia de nuevos sistemas de transporte colectivo sustitutos, que puedan afectar la demanda y en tanto la venta de boletos en forma significativa, la misma es extremadamente baja, ya que no se prevén proyectos vinculados a otros tipos de transporte colectivo urbano.

A su vez, se espera que con la consolidación del Plan de Movilidad y del Sistema de Transporte Metropolitano (STM), se continúe mejorando la eficiencia del servicio de transporte.

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.⁸

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

⁸. 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 DE CONTINGENCIAS JURIDICAS

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

Informe Jurídico

I – Consideraciones generales. Marco normativo

El presente negocio fiduciario es el cuarto que se diseña a partir de norma legislativa departamental **N° 30.598** del 18/12/2003 que creó **FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO** (el **Fondo**) con los objetivos de cancelar pasivos financieros de las empresas de transporte urbano de pasajeros. Este Fondo es financiado por una contribución a cargo de las empresas permisarias/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). Pero además, esta norma habilita y reglamenta la posibilidad de que esos activos sean cedidos, afectados en garantía o securitizados.

En el Decreto 30.598 se define a la contribución como una **renta departamental** al tiempo que aclara que la IDM es la **titular y administradora del 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 IDM hará directamente de los montos que le corresponda percibir a la empresa incumplidora por concepto de subsidio de boletos.

De esto se desprende que la norma departamental autorizó expresamente al Fondo 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. A la fecha fueron constituidos tres fideicomisos financieros bajo este sistema normativo y dado que existe interés de los involucrados en realizar una nueva emisión con las mismas características y fines, el **8 de abril de 2019 la IDM emite la Resolución N° 1811/2019** que aprueba el Reglamento que regirá este cuarto fideicomiso financiero. En ella se expresa que por Resolución N° 603/18 del 1/2/2018 se fijó la tasa de contribución a cargo de las empresas de transporte, en un 2% de la recaudación proveniente de la venta mensual de boletos incluyendo el monto de los subsidios correspondientes; flujo de fondos que fue cedido al tercer Fideicomiso Financiero (FTU III) según contrato otorgado el día 17 de abril de 2018. Con ello se completó el 5% habilitado por el artículo 2 del Decreto 30.598, en la medida que el segundo Fideicomiso Financiero (FTU II) absorbió el 3% (Resolución N° 1522 del 15/4/2010).

Por lo cual, la resolución de marras (1811/19) habilitante de esta cuarta estructura se financiará con una nueva contribución del Fondo del **1,5%** de los recursos definidos, cuya vigencia queda condicionada a *“que se cancelen los títulos de deuda emitidos y todas las demás obligaciones derivadas del Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II de fecha 6 de julio de 2010”*.

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 mes de julio del año en curso, con los siguientes Anexos centrales: a) Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero suscrito el 21 de junio de 2019; 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 3 de junio de 2019; d) el Contrato de Entidad Representante suscrito el 1 de julio de 2019, entre el Fiduciario 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 puntos de mayor interés en aras de una óptima 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 1811/2019. Por su parte, **EF Asset Management AFISA en su rol de 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, en oferta pública, títulos escriturales 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 30.598 y artículo 4 del apartado II de la citada resolución departamental N° 1811/19; saber: el **1,5%** 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”**. En este caso la contribución entrará en vigencia una vez se cancelen los TD y demás obligaciones correspondientes al segundo fideicomiso financiero (FTU II).

El **patrimonio fiduciario** quedará integrado entonces, sujeto a la referida condición, por los bienes definidos en el Contrato 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 1,5%** de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo 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 (artículo 3 del Decreto). Las empresas mencionadas firmaron con la IDM el Acuerdo Marco para la participación en el Fondo y aceptaron que las contribuciones y subsidios comprometidos fueran securitizados en este nuevo fideicomiso financiero.

La **incorporación de los Créditos** al patrimonio fiduciario se verifica entre las partes con la firma del Contrato de Fideicomiso, verificada el 21 de junio del corriente, 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 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 del Contrato). **Títulos representativos de deuda escriturales y de oferta pública**, por hasta un importe equivalente a **UI 167.000.000**. 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 los aplique al cumplimiento de sus objetivos.

En cuanto al procedimiento de la emisión (suscripción, adjudicación e integración), **el Contrato remite a las emergencias del Prospecto, a cuya lectura cabe estar**. Se confirma la exigencia bancocentralista de segmentar la oferta según el perfil del inversor en dos tramos o grupos; por un lado, habilitando la participación de inversores minoristas y por otro lado la participación de los inversores institucionales, profesionales o mayoristas. En el caso que nos ocupa **Tramo No Competitivo** para los primeros y **Tramo Competitivo** para los segundos.

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 la especie, ambas obligaciones están contempladas en forma adecuada a lo largo de todo el Contrato, en especial la cláusula 18. Por su parte, las cláusulas 20 a 24 resuelven a la interna del Fideicomiso todas las situaciones que pueden presentarse y que refieran de algún modo a la responsabilidad del Fiduciario, a saber: las hipótesis de remoción por incumplimiento, el cese o la renuncia por razones ajenas al incumplimiento pero que lo inhabiliten a cumplir el mandato fiduciario, así como el procedimiento de sustitución cuando fuere aplicable.

III – Contingencias jurídicas

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

III.1. Capacidad y legitimación de los contrayentes

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión SA 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 Intendencia Departamental de Montevideo (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 se coloca en el derecho del potencial inversor a quien va dirigida la calificación de los valores, debemos señalar que la titularización de los activos cubre en lo inmediato la necesidad de fondeo y a mediano o largo plazo permite cumplir las políticas públicas trazadas para el sector.

Esto 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 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 figuran en el Prospecto a partir del apartado IV. El transporte urbano de pasajeros en Montevideo, es un servicio público prestado bajo régimen de concesión que actualmente se cumple por cuatro permisarios: dos sociedades anónimas (CUTCSA y COME) y dos cooperativas (UCOT y COETC). La actividad está regulada y controlada por la Comuna capitalina en los aspectos que objetivamente son relevantes en este análisis, a saber: la determinación de las líneas de transporte y las frecuencias de viajes, así como todas las tarifas que se ajustan semestralmente. En segundo lugar, se trata

del principal medio de transporte capitalino, de prestación esencial y cuya evolución de ventas en la última década no muestra descensos significativos en orden a la suficiencia del flujo de fondos comprometido en la estructura. En tercer lugar, el decreto reglamentario establece que en casos de sucesión a título particular de los permisos, las nuevas empresas estarán obligadas a las mismas contribuciones al Fondo que las empresas beneficiarias y adherentes. Para determinar la alícuota de la contribución en 1,5% se consideraron los números (ingresos y egresos) de todo el año 2018, estimando el plazo de repago a partir de un escenario base de 8 años y 6 meses a contar luego de la cancelación total del FTU II. En un escenario muy adverso de caída anual del 3,48% de la recaudación en todos los años del período proyectado, el período necesario para el repago se ubicaría en los 9 años y 9 meses.

En suma, los aspectos regulatorios competen exclusivamente al Fideicomitente y los recursos cedidos al patrimonio de afectación lucen solventes en relación al plazo estimado para el repago de los títulos.

(ii) El mecanismo de cobro de la contribución. 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 introduce un elemento contingente en la percepción del flujo de fondos cedido, pues ello queda supeditado a la voluntad unilateral del obligado al pago, que en la especie se extiende por años y luego que el deudor haya recibido su cuota parte del fondeo proveniente de la emisión proyectada.

No obstante, es dable considerar que existen importantes mecanismo para mitigar o corregir las consecuencias del incumplimiento. El primero es la garantía disciplinada los 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 (el Fideicomiso), en la misma forma que debieron ser abonadas por la empresa incumplidora. Esto luce además replicado en el capítulo III de la Resolución 1811/2019, en el Acuerdo Marco (art. 4) y en el Contrato de Fideicomiso, 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...”*

A mayor ahondamiento, el Decreto 30.598 define infracciones y las sanciones correlativas, que fungen de instrumentos coadyuvantes a la solvencia del Fondo. 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. 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.

- b) 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. 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.
- c) Finalmente se apunta que el Contrato de Fideicomiso añade una cobertura de solvencia al flujo de fondos y la garantía, en 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 los importes que cada Empresa de Transporte recibe por los subsidios que son Garantía del Fondo, **son iguales o mayores a los gravámenes que la afectan a la fecha de la emisión**".

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

La gestión de la IDM en su doble rol de titular administrador del Fondo y fiduciante es fundamental para el cumplimiento de los TD. Sus obligaciones legales y reglamentarias están contempladas en las cláusulas 27 y 28 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 (R. 1811/2019).

Es importante recordar que la vigencia de la contribución creada por dicho acto administrativo (1,5%) y ya cedida al patrimonio fiduciario con la firma del Contrato, tiene su vigencia condicionada (suspendida) a la cancelación previa y total de los títulos de deuda y demás obligaciones derivadas del FTU II (Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II) de fecha 6/7/2010, bajo el Reglamento del Fondo aprobado por Resolución N° 1522 del 15/4/2010. Ello obedece a que el artículo 2 del Decreto 30.598 estableció un tope de 5% de la recaudación bruta de las ventas de boletos y los subsidios correspondientes; tope distribuido en un 3% correspondiente al FTU II y 2% al FTU III (Resolución 603/18, Contrato de Fideicomiso del 17/4/2018).

De suyo el presente Fideicomiso (FTU IV) se constituye con bienes y derechos futuros, lo cual está plenamente admitido en el artículo 5 de la Ley 17.703. La particularidad en este caso, es que la contribución creada tiene su vigencia condicionada a la cancelación total del FTU II, lo cual queda reflejado en la estructura con el **Plazo de Gracia**, en el cual el Fideicomiso **no recibirá los Créditos y tampoco realizará pago alguno a los Titulares, bajo ningún concepto**. Verificada la condición (vencimiento de la cesión al FTU II), adquiere plena vigencia y eficacia el haz obligacional de las partes, comenzando la recaudación de la nueva contribución del Fondo.

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 grave escenario 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.

El patrimonio fiduciario responderá 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.

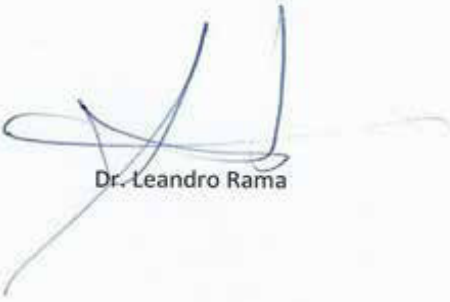
En cuanto a la responsabilidad del Fiduciario, se debe tener presente que rige el artículo 16 de la Ley 17.703, que consagra una **responsabilidad subjetiva** bajo el estándar *“prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él”*. El mismo tipo de responsabilidad le cabe a EF Asset Management Afisa, en su rol de **Agente de Pago y Entidad Registrante**, sin perjuicio de la aplicación 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 1 de julio de 2019 entre el Fiduciario y 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, 31 de julio de 2019.-



Dr. Leandro Rama