

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

Montevideo, octubre de 2020

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

CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FF “FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO V”
29 de octubre 2020

Plazo:	variable en función del flujo de fondos cedidos. Para el escenario base se estimó en 7 años y 10 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 170.000.000 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 presentaron sobre la base de 3,39% 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 el 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:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	AA (uy)
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril 2021, de emitirse este año.
Manual Utilizado:	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 V" (Fondo) con la categoría AA (uy) de grado inversor.

El objetivo de la emisión es obtener financiamiento por parte del fideicomitente a los efectos de trasladar el mismo a las empresas de transporte urbano para que éstas puedan cancelar pasivos financieros e invertir en sus empresas. Es el quinto 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 170.000.000.

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 es del 3%, y que esta prevista para el primer semestre de 2021. En ese momento, también se hará efectiva la contribución del 1,5% del FF Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo IV y ambas se sumarán con la del FF Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III, que es del 2%; manteniéndose de esta forma el máximo que la norma permite (del 5%).

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. 30.598 y su monto fue establecido en el Reglamento del Fondo (Resolución 1917 del 25 de mayo de 2020).
- Una importante fortaleza de esta construcción financiera es que el plazo de repago es variable en función de los flujos cedidos.

- 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.
- Están gravadas las empresas que actualmente tienen los permisos o la concesión respectiva de parte de la Intendencia de Montevideo para la explotación de los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros, y todas aquellas empresas que obtengan en el futuro alguno de los permisos de las empresas que participen en el Fondo, las cuales deberán aportar por la recaudación correspondiente a dichos permisos.
- 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 de esta manera el mantenimiento del flujo esperado de ingresos y minimizando los riesgos políticos.
- 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 -previo a la pandemia- venía disminuyendo lo mismo que la recaudación medida en UI; en efecto, en los últimos diez años (hasta 2019), se registra una caída promedio anual en UI de 1,2% mientras que si se considera un período de 5 años la reducción anual de la recaudación fue del 1,0%. En 2020 y producto de la pandemia se estima que la recaudación de boletos caerá para el promedio del año en un 35%, luego irá recuperándose hasta el 2023 para quedar estructuralmente en un 10% por debajo de la recaudación de 2019. Con estos supuestos y considerando una tasa de interés del 3,39% el periodo de repago de los títulos se estima en 7 años y diez meses meses, luego de pasado el período de gracia. 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.

- 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 cuatro 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 V" por un monto total de hasta la suma de UI 170.000.000. 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 corresponde¹.

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.

¹. 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 a partir del 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, por Julio Preve y por 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 18/12/2003² creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo³.
- 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.
- Con fecha 21 de junio de 2019 la IM (Fideicomitente) y EF Asset Management (Fiduciario) convienen celebrar un nuevo Contrato de Fideicomiso; el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo IV implementando una nueva contribución 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.

². En adelante El Decreto

³. En adelante El Fondo

- Existe interés en implementar un nuevo mecanismo de financiamiento, sin perjuicio de la existencia del FTU II, el FTU III y el FTU IV. En tal sentido, la Intendencia de Montevideo el 25 de mayo de 2020 dicta una Resolución (1917/20), en la que se aprueba el Reglamento por el que se regirá el Fondo de Financiamiento del Transporte Urbano de Montevideo, a los efectos de constituir el Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Urbano de Montevideo V.
- El 10 de agosto de 2020 se firma un nuevo contrato de fideicomiso, el quinto entre la Intendencia de Montevideo y EF Asset Management. Por su parte las empresas de transporte aceptaron participar en el Fondo y se obligaron a efectuar la contribución correspondiente de acuerdo al documento de acuerdo Marco para la Participación en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Pasajeros de Montevideo, firmado de 22 de junio de 2020.
- 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 quinta operación de igual naturaleza (aunque de montos distintos) que se realiza. La segunda está vigente –estimándose su cancelación en junio de 2021- 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. La cuarta y la quinta operación establecen una cesión en conjunto del 3% (1,5% cada una), que se comenzará a aplicar una vez esté cancelada la segunda operación, a partir de esa fecha la cesión conjunta de los FTU III, IV y V será del 5% de la recaudación bruta, el mismo porcentaje que hoy se aplica con los FTU II y III.

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 10 de agosto del 2020.
- Prospecto informativo con sus correspondientes anexos de contratos y Acuerdos Marco y conformidad de las empresas de transporte.
- Acuerdo Marco de Participación de las Empresas de Transporte en el Fideicomiso de 22 de junio de 2020.
- 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 1917/20 del 25 de mayo de 2020 que reglamenta esta operación (Anexo 1).
- Modelo Financiero. Cronograma tentativo de pagos.
- Estados Contables intermedios de la fiduciaria al 30/06/20
- 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 30/06/20.
- Calificación del Riesgo del Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III y IV.

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

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

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

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

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

⁴. Véase Tabla 1 del mismo.

⁵. Véase Tabla 2, op. cit.

II. LOS 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 170.000.000 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 el primer semestre de 2021)
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 22 de junio de 2020 el denominado “Acuerdo Marco para la Participación en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo V”.
- 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 quinta 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 IDM 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

Integran su Directorio; Diego Rodríguez Castagno, en calidad de Presidente y Nelson Mendiburu Battistessa, como Vicepresidente.

Situación económica y financiera⁶

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2020 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.

⁶. En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

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

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	18.210	16.842	9.167
Activo no Corriente	216.964	176.772	95.074
Total Activo	235.173	193.613	104.240
Pasivo Corriente	25.881	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	173.444	140.738	63.040
Total Pasivo	199.325	162.870	77.408
Patrimonio	35.848	30.743	26.832
Total Pasivo y Patrimonio	235.173	193.613	104.240
Razon Corriente	0,70	0,76	0,64

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2020 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por resultados financieros positivos.

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

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos Operativos	28.130	21.447	48.081
Gastos Adm. y Vtas.	(24.136)	(18.027)	(43.595)
Resultado Operativo	3.994	3.420	4.486
Resultados Financieros	3.152	2.464	2.484
Resultados antes de impuestos	7.146	5.884	6.970
IRAE	(2.042)	(1.757)	(2.586)
Resultado del período	5.105	4.128	4.384
Res Operativos/Ingresos	14,20%	15,95%	9,33%
Res Ejercicio/Ingresos	18,15%	19,25%	9,12%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas. En particular cabe mencionar como antecedente que esta es la 5ta. operación de análoga naturaleza que ha administrado y administra aún la firma sin que se haya registrado ningún inconveniente.

2. El Fideicomiso

El Contrato de Fideicomiso fue firmado el 10/8/2020 entre la IDM y EFAM. 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 1917/2020. Por su parte, EFAM 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.

El flujo de fondos fideicomitidos consiste en el 1,5% de la recaudación bruta de la venta de boletos por transporte urbano, incluyendo los subsidios de la IDM. Esta contribución entrará en vigencia una vez se cancelen los TD y demás obligaciones correspondientes al FTU II (operación análoga a ésta cuya cancelación se prevé para el primer semestre de 2021).

El monto de la emisión será de hasta UI 170 millones y la tasa de interés se fijará en el momento previo a la misma. Habrá un periodo de gracia equivalente al periodo que demande la entrada en vigencia de la contribución del 1,5 % tal como se define líneas arriba.

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 periódicamente en base a una paramétrica. Vale decir que la IM tiene control e incidencia directa en la generación de los recursos que se fideicomiten.

El sistema venía mostrando hasta 2019 una tendencia levemente decreciente en la venta de boletos y en la recaudación en términos reales, situación que hace crisis en 2020 como consecuencia de la pandemia.

Entre 2009 y 2019 la venta de boletos cae a un 0,93% acumulativo anual y la recaudación en Unidades Indexadas también lo hace a un ritmo similar (-1,1%). Si se consideran 5 años (2014-2019) la venta de boletos muestra una reducción del 2,5% acumulativo anual, mientras que la recaudación en UI lo hace a un ritmo menor (-0,8%), lo que indicaría que parte de la pérdida fue compensada con aumentos del boleto. La tendencia era clara, aunque en algunos años podría haber habido excepciones, como lo había sido el año 2019, año en el que la venta de boletos creció un 2,4% y la recaudación lo hizo un 1,2% en UI.

En el cuadro siguiente se puede comprobar su comportamiento para los últimos 10 años, previo a la pandemia del Covid 19.

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%
2019	255	8.288	1.958	2,44%	1,16%

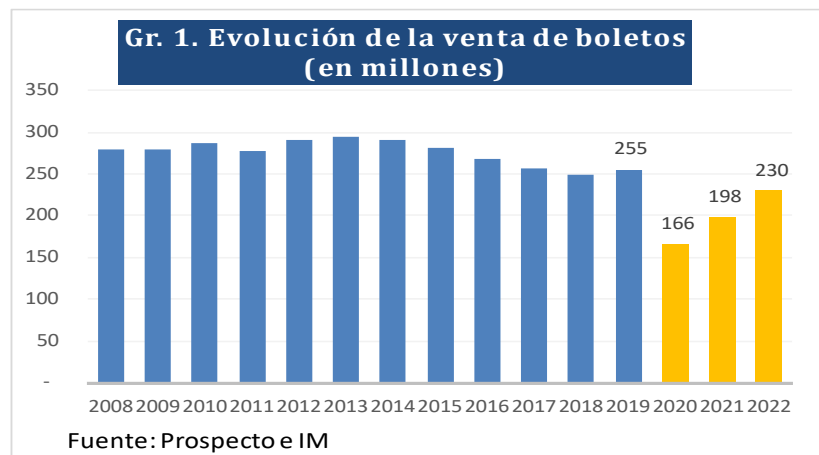
Fuente: Prospecto informativo.

Con respecto al año 2020, como consecuencia de la crisis sanitaria generada por la aparición del COVID -19, el sistema de transporte colectivo urbano de pasajeros registró una importante caída en la cantidad de pasajeros

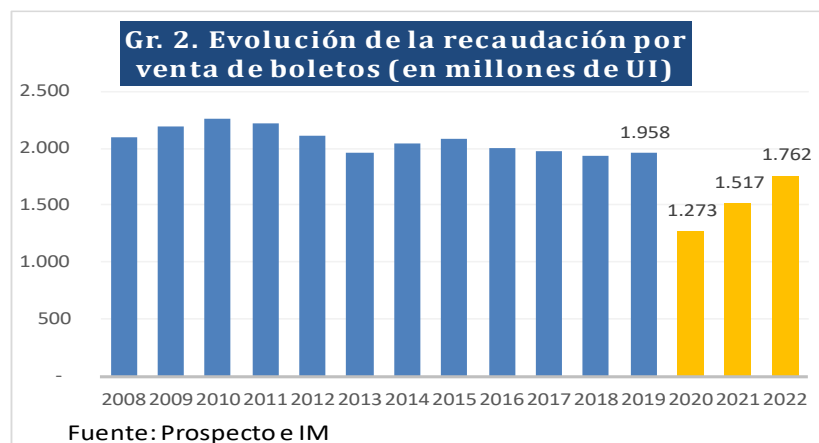
transportados y en la venta de viajes. De acuerdo a los datos proporcionados por la Intendencia de Montevideo la caída alcanzó en la última semana de marzo de 2020 un 80% con respecto a un día hábil típico.

Los meses en los cuales la crisis sanitaria tuvo el mayor impacto fueron abril, mayo y junio. En estos meses, la caída en la venta de boletos con respecto al mismo mes del año anterior fue de 74%, 66% y 48% respectivamente, recuperándose a partir del mes de julio (-38%), para terminar en el mes de diciembre probablemente con un 25% menos de venta respecto del mismo mes de 2019. La menor venta acumulada para el año completo se estima que será de un 35% menor a 2019, en boletos y en recaudación en UI., recuperándose parcialmente en el año 2021 y 2022 hasta alcanzar un nivel 10% inferior con respecto al año 2019.

En la siguiente gráfica se muestra la evolución real de la venta de boletos hasta 2019 y luego se proyecta la esperada recuperación.



La proyección de recaudación total es igual a la de la venta de boletos, en 2020 ésta estará un 35% por debajo de 2019 y luego cuando se estabilice la venta quedará estructuralmente un 10% por debajo de lo que fue el 2019.



Garantía

La garantía es el subsidio de la Intendencia de Montevideo. En el año 2018, los ingresos totales por recaudación 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. Para el 2019 -último dato disponible- la recaudación total fue de 1.958 millones de UI, de los cuales 306 millones correspondieron a subsidios de la IM, representando en esta oportunidad el 15,6%.

En el cuadro siguiente se comparan los compromisos de cesión respecto del total de subsidios recibidos en el año 2019. Se plantean todos los escenarios posibles: una contribución del 1,5 %, determinada para el fideicomiso que nos ocupa (V) , o una contribución del 5% que se corresponde a la suma de los Fideicomisos que están vigentes en forma simultanea. Mientras no se cancele el FTU II estará vigente el II y el III (3+2%=5%) y una vez que se cancele el II entrarán en vigencia el IV y el V (2+1,5+1,5%=5%).

Cuadro 4: Relación de compromisos de cesión respecto del subsidio 2019

	FTU V	FTU II + III	FTU III + IV + V	Subsidio
ingresos	1,5%	5,0%	5,0%	
Compromiso MM de UI	29	97	97	306
% respecto del subsidio	9,5%	31,6%	31,6%	

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 del 1,5% del actual fideicomiso y del 5% para todos los que se encuentren vigentes. 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. A la cancelación del FTU II que tiene una cesión del 3% el compromiso se mantendrá en el 5% de la recaudación bruta, ya que comenzarán a cancelarse los Títulos de los FTU IV y V, que tienen una cesión de 1,5% cada uno.

Estimación del período de repago, sensibilizaciones.

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 2019, considerando la estacionalidad en la recaudación dentro de ese año y aplicando una reducción de un 35% para 2020 y luego una recuperación para 2021 y 2022 para llegar al 90% de lo que fuera la recaudación de 2019. De la planilla financiera aportada se desprende que el interés utilizado en el cálculo fue de 3,39 % anual en UI; éste y demás supuestos utilizados lucen razonables, ya que:

- Suponer que no se recuperará en su totalidad la recaudación del año base (2019) es un criterio conservador, pero realista. Es suponer que habrá un cambio estructural en el comportamiento de los montevideanos, lo cual parecería posible por la magnitud que ha alcanzado a nivel global la pandemia del Covid 19.
- 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) al 21/09/20 más un spread. CARE considera adecuado ese valor, el cual es incluso mayor a recientes emisiones por plazos similares realizadas recientemente (OSE con un 2,95%)

En el siguiente cuadro se presentan diversos escenarios sensibilizando del flujo de ingresos suponiendo diferentes reducciones esperadas en la recaudación futura respecto de 2019. El escenario base, como ya se comentó, es el que se corresponde con una recaudación estabilizada final del 90% de la ocurrida en 2019.

Cuadro 5: Período de repago estimado (Prospecto)			
Porcentaje de recaudación respecto de 2019	Recaudación Anual en MM UI	Millones de Boletos	repago
77%	1.508	196	9,33
85%	1.659	216	8,33
90%	1.762	230	7,83
95%	1.868	243	7,33
104%	2.030	264	6,67

Fuente: Prospecto informativo

Como puede apreciarse, en el escenario base considerado, en el que se alcanza en 2023 el 90% de la recaudación de 2019 la operación se cancela en 7 años y 10 meses, luego de cancelado el FTU II. Mientras que en un escenario más adverso que se corresponde a que la recaudación apenas alcanzaría a estabilizarse en el 77% de la ocurrida en 2019, el período de repago aumenta en un año y 6 meses (es decir se va a 9 años y 4 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.

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 su parte la tasa de interés de los Títulos de Deuda del FFTU II emitido en 2010 fue de 5,5% en UI.

Cuadro 6: Período de repago estimado (interés del 4,5%)

Porcentaje de recaudación respecto de 2019	Recaudación Anual en MM UI	Millones de Boletos	repago
77%	1.508	196	9,92
85%	1.659	216	8,83
90%	1.762	230	8,25
95%	1.868	243	7,67
104%	2.030	264	7,00

Fuente: CARE

Puede observarse que alargando el plazo de repago entre 4 y 7 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.*

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.
- Todas las empresas que integran el sector en la actualidad, participan en el Fondo (CUTCSA, COETC, UCOT y COME) y ante el traspaso de permisos entre estas empresas, aquellas que los adquieren estarán obligadas a contribuir por dichos permisos al Fondo. De la misma forma se procederá en caso que desaparezcan estas empresas y sus permisos sean tomados por otras empresas. Cabe destacar también que las empresas CUTCSA, COETC, UCOT y COME, deberán aportar por todos los permisos que explotan actualmente así como todos los que adquieran en el futuro.
- 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% menos.

Con referencia a la demanda por servicios, más allá de la existencia de una leve tendencia a caer en el largo plazo, nadie hasta el momento había previsto que pudiera ocurrir un efecto negativo de tal magnitud como lo fue la pandemia del coronavirus. Así como nadie pudo prever que la demanda en un año pudiera caer un 35% y en unas semanas en un 80%, nadie puede asegurar cómo se irá recuperando la demanda y cual será el nivel en el que se estabilice. Lo que sí parece claro es que las políticas públicas están y estarán atentas a lo que pase en este servicio público de tanta importancia. A modo de referencia, si se considera el periodo enero a julio, en el año 2020 el monto percibido por las empresas en concepto de subsidios de la IM aumentó 20% con respecto al mismo período del año anterior.

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.

Situación Previa al 2020

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, y en el 2019 había mostrado un pequeño incremento para dejarlo en 255 millones. Esto implica una reducción de un 2,34% anual durante ese período de seis años. No obstante, la recaudación bruta en unidades indexadas en ese mismo período se mantuvo en términos generales (-0,03%). 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 periódicamente 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.

Los efectos del Covid -19.-

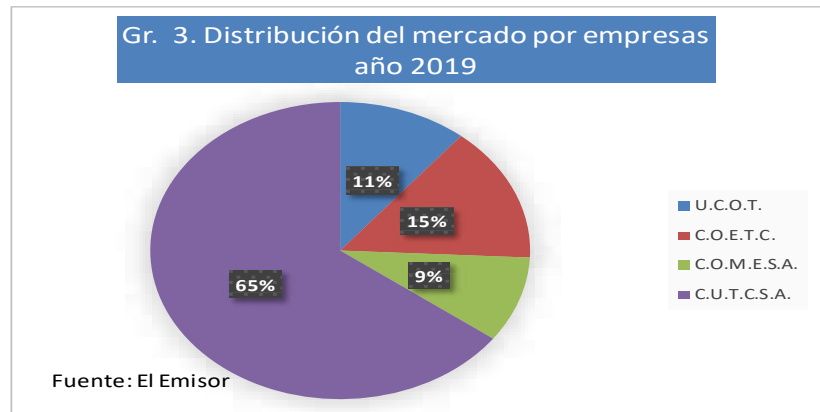
Con respecto al año 2020 y como consecuencia de la crisis sanitaria generada por la aparición del COVID -19, el sistema de transporte colectivo urbano de pasajeros registró una importante caída en la cantidad de pasajeros transportados y en la venta de viajes. Específicamente, de acuerdo a los datos proporcionados por la Intendencia de Montevideo la caída alcanzó en la última semana de marzo de 2020 un 80% con respecto a un día hábil típico.

Los meses en los cuales la crisis sanitaria tuvo el mayor impacto fueron abril, mayo y junio. En estos meses, la caída en la venta de boletos con respecto al mismo mes del año anterior fue de 74%, 66% y 48% respectivamente, recuperándose a partir del mes de julio (- 38%). Se estima que la demanda seguirá recuperándose y en los últimos meses del año la caída sería del 25%.

Teniendo en cuenta lo anterior, se prevé que la venta acumulada de boletos y la recaudación al cierre del año 2020 sea un 35% inferior al año 2019, recuperándose parcialmente en el año 2021 y 2022 hasta alcanzar un nivel 10% inferior con respecto al año 2019. Estas proyecciones parecen razonables y son las que se consideraron en las proyecciones para estimar los períodos de pago de los títulos.

Estructura del servicio

La distribución del servicio entre las empresas no es homogénea sino que hay una notoria supremacía 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 venía debilitando en los últimos años y que a su vez fue fuertemente afectado en 2020 como consecuencia de la pandemia, el riesgo de mercado no aplica ya que además de ser un sector fuertemente regulado, cualquier reducción en los ingresos se compensa con el alargamiento de los plazos de pago. *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 Tambler

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 JURIDICO

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

Informe Jurídico

I – Introducción

El presente negocio fiduciario es el quinto que se diseña a partir de norma legislativa departamental N° 30.598 del 18/12/2003 que creó el *Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo* (en adelante el Fondo), con el objetivo de dar liquidez al sistema, lo cual queda enunciado en la norma al decir “I) cancelar pasivos financieros de las empresas de transporte; II) cancelar deudas que fueran contraídas por el fondo para atender el objetivo anterior”. Esto da cuenta de un déficit cíclico de liquidez por parte de las empresas y la concomitante necesidad de recurrir al crédito. La solución diseñada fue crear este Fondo y bajo la titularidad y administración de la propia Intendencia, gravar con una contribución a cargo de todas las empresas pemisarias/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 (artículo 2). Por su parte, la norma habilita y reglamenta la posibilidad de que esos activos *sean cedidos, afectados en garantía o securitizados*. Con estos componentes estaban dadas las condiciones para instrumentar – a través del vehículo del fideicomiso financiero – un mecanismo de fondeo seguro, homogéneo y autosustentable: mientras exista el mercado existirá la contribución al Fondo que garantiza en última instancia la cancelación de cada uno de los fideicomisos que se vayan constituyendo por las demandas de liquidez de las empresas beneficiarias del Fondo.

La Ley de Fideicomiso N° 17.703 vino a proporcionar el vehículo idóneo para la *securización* del caudal de créditos creado por la norma departamental. Hasta el presente se han constituido cuatro fideicomisos financieros bajo este sistema normativo, con el rótulo Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo⁹. De estas cuatro estructuras, en la actualidad están vigentes tres, según el siguiente detalle:

- **FTU II**, Resolución 1522/10 de 15/4/2010 (Fideicomiso 6/7/2010), contribución **3%**.
- **FTU III**, Resolución 603/18 de 1/2/2018 (Fideicomiso 25/4/2018), contribución **2%**.
- **FTU IV**, Resolución 1811/19 de 8/4/2019 (Fideicomiso 21/6/2019), contribución **1,5%** condicionada.

La Resolución que habilita esta quinta estructura (1917/10 de fecha 25/5/2020), establece con una nueva contribución del Fondo del **1,5%** de los recursos, cuya vigencia queda condicionada, al igual que el FTU IV, 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 está elaborado en base al análisis del Prospecto Informativo y sus Anexos¹⁰. De su compulsua puede adelantarse como

⁹. Por comodidad de lenguaje en adelante se utiliza la sigla FTU seguida del número asignado a cada fideicomiso.

¹⁰. El Prospecto en versión borrador y los siguientes Anexos: a) Contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero suscrito el 10 de agosto de 2020; b) Documento de Emisión del Título de Deuda (borrador); c) El Acuerdo Marco firmado el 22 de junio de 2020; y d) Contrato de Entidad Representante suscrito el 8 de octubre de 2020, entre el Fiduciario y BEVSA.

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 1917/2020. 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.

Como viene dicho, el flujo de fondos consiste en 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 las estructuras precedentes, 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”*. Al igual que en el caso del FTU IV, en el presente caso la contribución entrará en vigencia una vez se cancelen los TD y demás obligaciones correspondientes al FTU II.

El **patrimonio fiduciario** quedará integrado, 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** (22/6/2020) 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, por el cual el fiduciante cede y transfiere, libre de obligaciones y gravámenes la totalidad de los flujos de fondos, incluyendo la garantía. 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)¹¹. **Títulos representativos de deuda escriturales y de oferta pública**, por hasta un importe equivalente a **UI 170.000.000**. En el Prospecto y Contrato no luce la tasa de interés compensatorio, la que será determinada en forma previa a la Emisión, evento lógicamente supeditado al registro en el BCU. Luego del *Período de Gracia*¹² los TD tendrán amortizaciones mensuales y variables en función de los Créditos recibidos y por la misma razón será variable el plazo de los TD y del Fideicomiso. 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.

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.

Apuntes finales sobre el Contrato. 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 mismo 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 (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”*¹³.

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 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.

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.

¹¹. En cuanto al procedimiento de la emisión (suscripción, adjudicación e integración), el Contrato remite a las emergencias del Prospecto, a cuya lectura cabe estar. Como es de estilo habrá dos tramos de oferta para contemplar los diversos perfiles de inversores: Tramo No Competitivo para los minoristas y el Tramo Competitivo para los institucionales, profesionales o mayoristas.

¹². Durante este lapso el Fideicomiso no recibirá los créditos y tampoco realizará pago alguno; pues es el período que insumirá la cancelación total de los TD y demás obligaciones del FTU II.

¹³. El mismo tipo de responsabilidad le cabe a EF Asset Management Afisa, en su rol de Agente de Pago y Entidad Registrante.

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. Conforme al artículo 8 del Decreto 30.598 la IDM es **titular y administradora** del Fondo. Otras disposiciones 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.

III.2 – Riesgos de incumplimiento de los Títulos de Deuda

Dado que en este segmento, el énfasis se coloca en el derecho del potencial inversor a quien va dirigida la calificación, 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 y su forma de ajuste. 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 actuales.

Incidencia del Covid-19. La emergencia sanitaria que cursa el país y el mundo ha impactado negativamente en la recaudación, esto es obvio. Conviene no obstante anotar que desde marzo/20 hasta fin de año, se proyecta una pérdida

de 35% en la venta de boletos en relación al año pasado, estimándose una recuperación parcial en los años 2021 y 2022 hasta llegar al 10% inferior, siempre comparando con el año 2019¹⁴. Trasladando estas estimaciones, se proyecta un período de repago base de 7 años y 10 meses¹⁵ y en un escenario muy adverso donde la recaudación real sea un 50% inferior a la estimación básica, el período se movería a los 9 años con 4 meses.

(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 como beneficiario del Fondo.

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 incumplidora¹⁶.

Por su parte, el Decreto 30.598 define las infracciones y sanciones correlativas, que fungen de instrumentos coadyuvantes en el sentido apuntado. 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; y

¹⁴. No queda muy claro cómo se llega a esa proyección de venta de boletos en los años 2021 y 2022 (10% menos que en 2019); pero aun siendo el doble la baja, parece claro que no se vería comprometido el flujo requerido para el repago.

¹⁵. Desde la cancelación total del FTU II.

¹⁶. Esto luce además replicado en el capítulo III de la Resolución 1917/20, 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...".

- (c) 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 (Resolución 1917/20).

Es importante reiterar que la vigencia de la contribución creada por dicho acto administrativo (1,5%) y ya cedida al patrimonio fiduciario con la firma del Contrato, está condicionada (suspendida) a la cancelación previa y total de los títulos de deuda y demás obligaciones derivadas del TFU II. 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 subsidios; tope distribuido en un 3% al FTU II y 2% al FTU III. De suyo el presente Fideicomiso (FTU V) comparte con el FTU IV, esta suspensión en su vigencia y que en la nomenclatura convencional se expresa como *Plazo de Gracia*, en el cual ambos Fideicomisos **no recibirán los Créditos y tampoco realizarán pagos a los Titulares**. Verificada la cancelación total del FTU II, adquiere plena y simultánea vigencia la recaudación de las nuevas contribuciones del Fondo y cedidas a favor del FTU IV y FTU V; de tal forma que la contribución del 3%, se distribuye en 1,5% para cada una de las referidas estructuras.

Finalmente debe mencionarse que el Decreto 30.598 en su artículo 6 garantiza la estabilidad de estas normas referidas a los ingresos cedidos a los distintos fideicomisos; garantía que implica asumir una responsabilidad patrimonial objetiva si, como consecuencia de un cambio normativo futuro, se viera afectado de algún modo el flujo de fondos comprometido al repago de los títulos. Por su parte, la norma define a la contribución como una renta departamental (art. 7) lo cual despeja toda duda sobre su inembargabilidad, siendo otro elemento que aporta seguridad jurídica al activo subyacente que respalda el instrumento y la emisión.

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, 22 de octubre de 2020.-



Dr. Leandro Rama