

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
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, marzo de 2021

---

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
20	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FF “FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO V”  
24 - marzo - 2021**

<b>Plazo:</b>	variable en función del flujo de fondos cedidos. Para el escenario base se estimó en 7 años y 11 meses, luego de finalizado el repago del “Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II;
<b>Títulos de Deuda:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 170.000.000 de Valor Nominal.
<b>Fecha de emisión</b>	16 de Diciembre de 2020
<b>Activo Fideicomitado:</b>	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.
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia de Montevideo (IM)
<b>Amortización:</b>	Luego del período de gracia, mensuales, variables en función de los créditos recibidos.
<b>Garantía:</b>	Retención de subsidios pagados por la IM a las Empresas de Transporte determinado por Decreto No. 30.598, artículos 14 y 15.
<b>Tasa de interés:</b>	4% lineal anual en UI.
<b>Gracia:</b>	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 (abril-mayo).
<b>Fiduciario y Entidad Registrante:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	AA. uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30 de abril 2022.
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

## Resumen General

**CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo V" (Fondo) manteniendo la categoría AA. uy de grado inversor.**

El objetivo de la emisión fue el de 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. Fue el quinto fideicomiso que con estas características se lleva adelante sin que se hayan registrado problemas.

Para alcanzar estos fines se realizó la emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso por 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, tal cual fuera analizado en profundidad en el informe jurídico anexo a la calificación original.
- 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 la venta de boletos cayó un 37,4%, aunque los ingresos de las empresas un poco menos (19,4%) producto de un incremento en los montos de los subsidios por parte de IM y del MEF. Esta importante reducción en el nivel de actividad y en los ingresos del transporte, llevó a que los Fideicomisos Financieros del Transporte Urbano II y III acordaran con los beneficiarios de los Títulos una espera de 6 meses para el repago, lo que operó entre abril y setiembre de 2020 inclusive.

<sup>1</sup> . Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

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

- Se estima que la recaudación de boletos una vez que se vayan superando los efectos de la pandemia se irá recuperando hasta el 2023 para quedar estructuralmente en un 10% por debajo de la recaudación de 2019. Con estos supuestos y considerando un interés del 4% y un mantenimiento de la recaudación a partir de 2024 el periodo de repago de los títulos se estima en 7 años y 11 meses, luego de pasado el período de gracia, o 8 años y 4 meses desde la emisión. CARE sometió ese flujo esperado a condiciones más adversas de ventas de boletos 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 actualizar la calificación de los títulos representativos de deuda de oferta pública emitidos por EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en su calidad de fiduciaria del Fideicomiso Financiero denominado "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo V" por un monto total de UI 170.000.000. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte de la IM en su calidad de Fideicomitente y titular del Fondo de los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 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 integra 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 corresponde.<sup>1</sup>

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

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

<sup>1</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Julio Preve y Adrián Tambler, y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe fue anexado en la calificación original.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

### i. Antecedentes generales

- El Decreto de la Junta Departamental (JDM) No. 30.598 de fecha 18/12/2003<sup>2</sup> creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo<sup>3</sup>.
- 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.

<sup>2</sup>. En adelante El Decreto

<sup>3</sup>. En adelante El Fondo



- El 25 de mayo de 2020 la Intendencia de Montevideo 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 V, firmado de 22 de junio de 2020. 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.
- 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 abril-mayo 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.

### ***i. Hechos salientes del período***

El 14 y el 15 de diciembre de 2020 se realiza la suscripción de los títulos, los que se emiten el 16 de diciembre. El monto de emisión es de 170 millones de UI y se establece una tasa de interés del 4% lineal anual.

### 3. Información analizada.

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:

- Estados contables de EF Asset Management al 30/6/2020<sup>4</sup>.
- Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2020<sup>5</sup>.
- Ingresos brutos de las empresas de transporte y evolución de las ventas de boletos.
- Monto de subsidios pagados en el año 2020
- Calificaciones de Riesgo de los fideicomiso financieros del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II, III y IV.

<sup>4</sup>. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2020 se prefiere, por considerarlos más representativos, los EE. CC al cierre del primer semestre”

<sup>5</sup>. CARE debe aún recibir versión definitiva.

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que fueron ofrecidos en oferta pública. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de derechos de crédito transferidos por el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo al patrimonio del Fideicomiso. Estos créditos corresponden al 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:

<b>Títulos:</b>	Títulos de deuda escriturales de oferta pública
<b>Moneda:</b>	Unidades Indexadas
<b>Monto de Emisión:</b>	UI 170.000.000 de valor nominal
<b>Interés:</b>	4% lineal anual en unidades indexadas
<b>Fecha de Emisión:</b>	16 de diciembre de 2020.
<b>Plazo:</b>	Variable en función del flujo de fondos cedido.
<b>Período de Gracia:</b>	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 entre abril y mayo de 2021)
<b>Amortizaciones:</b>	Mensuales, variables en función de los Créditos recibidos. Las amortizaciones comenzaran a realizarse luego del período de gracia.
<b>Agente de Pago:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	AA. uy

## Análisis Jurídico

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

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo se adjuntó en la calificación original. 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 compulsión 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.
- 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 que acompañó la calificación original 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 financiera<sup>6</sup>

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.

<sup>6</sup>. 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
<b>Total Activo</b>	<b>235.173</b>	<b>193.613</b>	<b>104.240</b>
Pasivo Corriente	25.881	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	173.444	140.738	63.040
<b>Total Pasivo</b>	<b>199.325</b>	<b>162.870</b>	<b>77.408</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>35.848</b>	<b>30.743</b>	<b>26.832</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>235.173</b>	<b>193.613</b>	<b>104.240</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,70</b>	<b>0,76</b>	<b>0,64</b>

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)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.994</b>	<b>3.420</b>	<b>4.486</b>
Resultados Financieros	3.152	2.464	2.484
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>7.146</b>	<b>5.884</b>	<b>6.970</b>
IRAE	(2.042)	(1.757)	(2.586)
<b>Resultado del período</b>	<b>5.105</b>	<b>4.128</b>	<b>4.384</b>
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 una más de varias operaciones 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 IM 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 (IM), 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 emite los valores en el mercado de capitales y su producido, previa deducción de gastos, lo entrega 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 fideicomitados consiste en el 1,5% de la recaudación bruta de la venta de boletos por transporte urbano, incluyendo los subsidios de la IM. 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 fue de UI 170 millones y se produjo el 16/12/20, fijándose una tasa de interés del 4 % lineal anual en UI. 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 y que está aún vigente.

El primer ejercicio del Fideicomiso cerró en diciembre de 2020, apenas recibida la emisión; un resumen de su estado de situación financiera se muestra en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 3: E. Situación Fideicomiso (miles de \$)</b>	
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2020</b>
Activo Corriente	49.452
Activo no Corriente	766.724
<b>Total Activo</b>	<b>816.176</b>
Pasivo Corriente	49.452
Pasivo no Corriente	766.724
<b>Total Pasivo</b>	<b>816.176</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>-</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>816.176</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,00</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

No corresponde, por lo antedicho, información comparativa.

### **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 la pandemia, una tendencia decreciente en la venta de boletos en el largo plazo, aunque esta parecía atenuarse en los últimos años; incluso en 2019 muestra una leve recuperación (1,1%). La recaudación por su parte también muestra una tendencia decreciente en moneda constante (UI), pero menos marcada; en 2019 presenta una muy leve recuperación (0,17%). En el cuadro siguiente se puede comprobar su comportamiento para los últimos años.

En 2020 producto de la pandemia, la venta de boletos en el año cae un 37% pero los ingresos caen un poco menos, un 19%. Esto es consecuencia de un considerable incremento de los subsidios de la Intendencia de Montevideo, y también desde el Ministerio de Economía y Finanzas. Cabe hacer notar otra fortaleza de este Fideicomiso y es que en situaciones muy complicadas de mercado, la IM y el MEF, salen a atenuar los impactos negativos que se pudieran dar.

**Cuadro 4: Venta de boletos y recaudación (en millones) y variación porcentual anual**

Año	MM boletos	MM \$	MM UI	Var boletos	Var en UI
2008	279	3.797	2.096		
2009	280	4.258	2.187	0,36%	4,34%
2010	286	4.687	2.260	2,14%	3,34%
2011	277	4.946	2.210	-3,15%	-2,21%
2012	291	5.108	2.111	5,05%	-4,48%
2013	294	5.157	1.961	1,03%	-7,11%
2014	290	5.844	2.042	-1,36%	4,13%
2015	282	6.448	2.076	-2,76%	1,67%
2016	268	6.812	1.998	-4,96%	-3,76%
2017	257	7.161	1.974	-4,10%	-1,20%
2018	249	7.542	1.935	-3,1%	-2,0%
2019	255	8.288	1.958	2,4%	1,2%
2020	160	7.349	1.579	-37,4%	-19,4%

Fuente: Prospecto informativo e información de la Intendencia Montevideo

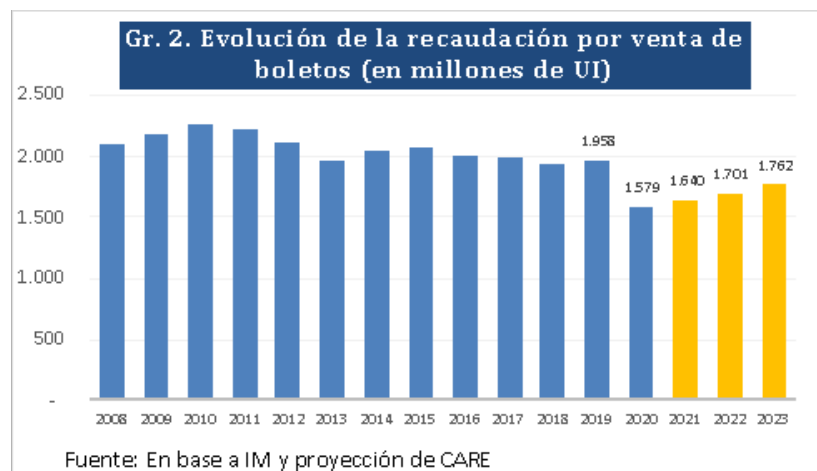
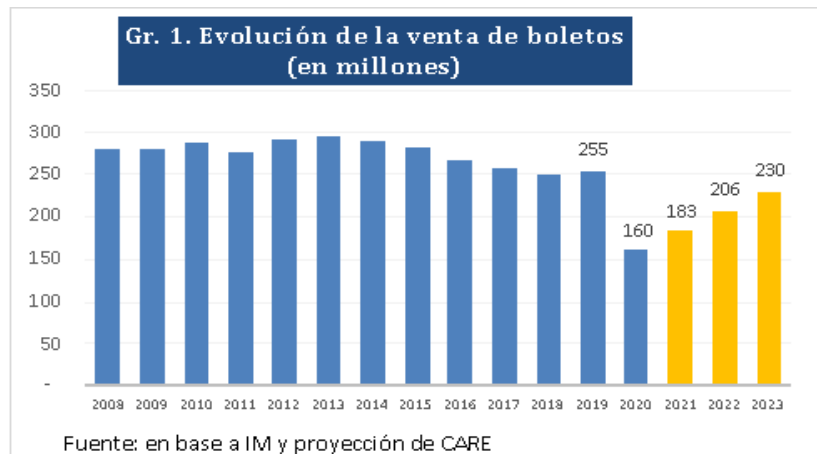
Nota: la Recaudación incluye ventas de boletos, abonos y subsidios.

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 32% menos de venta respecto del mismo mes de 2019.

La venta de boletos acumulada para el año 2020 fue un 37% menor a 2019, se estima que se recuperaría parcialmente en el 2021 y 2022 hasta alcanzar en 2023 un nivel 10% inferior con respecto al año 2019. Sobre esa base realizaron las proyecciones

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



## Garantía

La garantía es el subsidio de la Intendencia de Montevideo. En cuanto a las cifras, se dispone de la información proporcionada por el fiduciario y por la intendencia. Así por ejemplo, para el año 2019, los ingresos totales representaron millones de UI 1.958 de los cuales, 294 millones correspondieron a subsidio de la Intendencia de Montevideo, es decir el 15,0 % del total recibido por las empresas correspondió a este concepto.

En el año 2020, el ingreso total de las empresas se ubicó en 1.579 millones de UI de los cuales 543 millones fueron de subsidios, representando esto el 34% de los ingresos totales. Del total de subsidios, 338 millones de UI fueron de la IM y 205 millones de UI del MEF.

El año 2020 fue un año muy atípico en relación a los ingresos por subsidios, ya que éstos se incrementaron en forma muy significativa para compensar la reducción en la venta de boletos, por tal motivo, a los efectos de analizar la fortaleza de la garantía se consideran los subsidios del año 2019, como si fuera un año normal.

## Sensibilización

En el cuadro siguiente se compara el total de los ingresos de las empresas para el año 2019 abatido en un 10%, (incluido el monto de los subsidios) con la contribución a que se obligan las empresas. En este último caso, se plantean dos escenarios, una contribución del 1,5 %, determinada para el fideicomiso que nos ocupa y una contribución del 5% que se corresponde a la vigente (FTU II y III) y la que se verificará una vez cancelado el FTU II y comience la recaudación para el FTU IV y FTU V que se superpondrán con el FTU III.

**Cuadro 5: Relación de compromisos de cesión respecto del subsidio 2019**

Ingresos	FTU V	FTU II + III + V	
	1,5%	5,0%	Subsidio
Compromiso MM de UI	26	88	294
% respecto del subsidio	9,0%	30,0%	

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.

De cualquier manera, puede comprobarse, que el subsidio recibido por las empresas supera holgadamente la cesión conjunta comprometida (5%).

## Estimación del período de repago, sensibilizaciones.

Cerrado el año 2020 y definida la tasa de interés de los títulos, la calificadora vuelve a estimar el período de repago y realiza algunas sensibilizaciones del flujo.

A los efectos de estimar el período de repago se tuvieron en cuenta los siguientes supuestos:

- Los ingresos se proyectaron tomando como base la recaudación en Unidades Indexadas correspondiente al año 2020. Se supuso un crecimiento lineal hasta diciembre de 2023 cuando se llegaría a un máximo equivalente al 90% de la recaudación de 2019, a partir de esa fecha se mantendría estable<sup>7</sup>.
- Se supone que se comienza a amortizar en mayo de 2021.

En el siguiente cuadro se presentan diversos escenarios sensibilizando el 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 6: Período de repago estimado			
Porcentaje de recaudación respecto de 2019	Recaudación Anual en MM UI	Millones de Boletos	repago en años desde mayo 2021
77%	1.508	196	9,25
85%	1.659	216	8,42
<b>90%</b>	<b>1.762</b>	<b>230</b>	<b>7,92</b>
95%	1.868	243	7,58
104%	2.030	264	6,92

Fuente: CARE

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 11 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 3 meses).

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.*

<sup>7</sup>. 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, así como las posibilidades de que el teletrabajo en parte se mantenga.

## 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 37% 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, en el año 2020 el monto percibido por las empresas en concepto de subsidios, solamente de la IM, aumentó 15% con respecto al año anterior, además hay que considerar los subsidios del MEF.

En definitiva, de alguna manera las circunstancias de la pandemia han demostrado la fortaleza de este Fideicomiso, que ha logrado superar las dificultades generadas sobre el servicio.

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

### **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%), pero culminando el año en el entorno de un 32% menos por mes.

<sup>9</sup>. Supone la posible adopción del teletrabajo luego de superada la pandemia

Teniendo en cuenta lo anterior, la venta acumulada de boletos al cierre del año 2020 fue un 37% inferior al año 2019. Se estima que se recuperaría parcialmente en el 2021 y 2022 hasta alcanzar un nivel 10% inferior con respecto al año 2019 en el año 2023<sup>8</sup>. Estas proyecciones parecen razonables y son las que se consideraron para estimar los períodos de pago de los títulos.

### Estructura del servicio

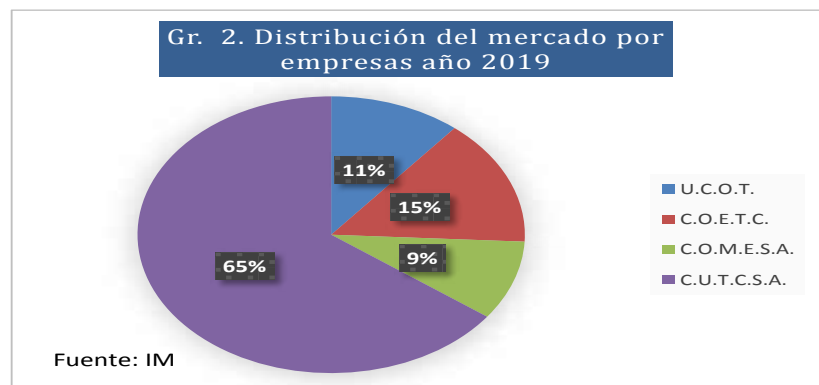
La distribución del servicio entre las empresas no es homogénea sino que hay una notoria supremacía de la empresa CUTCSA sobre las demás (65 % de los ingresos), seguida de COETC con un 15 %, luego vienen UCOT y COME con una participación de 11 % y 9 % respectivamente. Esto se puede apreciar en la gráfica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

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%), pero culminando el año en el entorno de un 32% menos por mes.

Teniendo en cuenta lo anterior, la venta acumulada de boletos al cierre del año 2020 fue un 37% inferior al año 2019. Se estima que se recuperaría parcialmente en el 2021 y 2022 hasta alcanzar un nivel 10% inferior con respecto al año 2019 en el año 2023<sup>8</sup>. Estas proyecciones parecen razonables y son las que se consideraron 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.

<sup>8</sup>. Supone la posible adopción del teletrabajo luego de superada la pandemia

## **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 presentado en la calificación original.

**Riesgo de políticas públicas sectoriales:** La fuerte regulación de la IM y las normas ya citadas y analizadas exhaustivamente en el Informe Jurídico, le da al fideicomiso que se crea un fuerte respaldo institucional y con el compromiso explícito de no modificar las normas que afectan la generación del flujo de ingresos, en ese sentido, el *riesgo es casi nulo.*



## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, el fiduciario, el activo subyacente y los flujos esperados, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación AA.uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor<sup>9</sup>.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>9</sup>. **CATEGORÍA AA.uy** Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. **Grado de inversión óptimo con observaciones.**