

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

Montevideo, febrero de 2020

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

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FF
"FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO III"
26 de febrero 2020**

Plazo,	variable en función del flujo de fondos cedidos; 7 años y 4 meses en el escenario base.
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública
Monto:	UI 225.000.000 de Valor Nominal
Fecha de suscripción:	1 y 2 de octubre de 2018
Activo Fideicomitado:	Créditos contra el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, derivados de las contribuciones de las Empresas de Transporte intervinientes y de todas aquellas que obtengan alguna de las concesiones o permisos de éstas en el futuro.
Fideicomitente:	Intendencia de Montevideo (IM)
Amortización:	Mensuales, variables en función de los créditos recibidos. Los pagos se aplicarán en primer lugar a los intereses generados hasta el momento del pago.
Garantía:	Retención de subsidios pagados por la IM a las Empresas de Transporte determinado por Decreto No. 30598, artículos 14 y 15.
Tasa:	4,0% lineal anual en UI
Gracia:	No se consideró período de gracia por lo que se comenzó a amortizar una vez realizada la emisión e integración de fondos (noviembre 2018). Esto supone que por algún tiempo se superpone la amortización de estos títulos con los del FF FTU II (fecha probable de cancelación primer semestre de 2020). Una vez cancelado el II el repago se superpondrá con el FF FTU IV.
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.
Vigencia:	30 de abril de 2021
Calificación de riesgo:	AA uy ^{1y2}
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.

¹. Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado “Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III” (FTU III) manteniendo la categoría AA uy de grado inversor.

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

Para alcanzar estos fines se realizó una emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 225.000.000.

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

Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

- El presente fideicomiso se realiza al amparo de la Ley 17.703 y en el proceso de su estructuración se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y poder normativo de los contrayentes, así como de las garantías. No se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda, tal cual fuera analizado en profundidad en el informe jurídico anexo a la calificación original.
- Una cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión del 2 % de la recaudación bruta total de las empresas por concepto de venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros de Montevideo.
- La obligación de realizar dichas contribuciones al Fondo fue establecida por Decreto de la Junta Departamental de Montevideo No. 30598 y su monto fue establecido en el Reglamento del Fondo.
- La IM garantiza el pago de las referidas contribuciones deduciendo las eventuales contribuciones no pagadas, más las multas e intereses de mora que correspondan, de los montos que la IM tenga para abonar a la empresa deudora por concepto de subsidios de boleto.
- La IM garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas (legales y reglamentarias) que inciden 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. Esta disposición descarta el riesgo político en la fijación de precios.
- Asimismo, la IM se comprometió, ante eventuales cambios en el mercado de transporte colectivo de Montevideo, a que los permisos gravados se mantengan en los términos actuales con una tolerancia máxima de 1 %.
- También la IM (Fideicomitente y regulador del sistema) dispone una serie de sanciones a las empresas que eventualmente incumplan con su obligación de contribución al Fideicomiso que incluso puede llegar a la revocación del permiso.
- La administración fiduciaria está a cargo de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos.
- La venta de boletos ha venido disminuyendo lo mismo que la recaudación medida en UI. En los últimos diez años se registra una caída acumulativa anual del 1,2% en la recaudación en términos reales; si se consideran los últimos 5 años la caída es de un 1,0%. Tomando en cuenta esta realidad, el periodo de repago de los títulos se estimó originalmente en 7 años y un mes y si se simula un escenario muy adverso (caída anual de 2,2 %) el periodo de repago aumentaría en 4 meses adicionales (7 años y 5 meses). En el año 2019, la venta de boletos aumentó un 1,1% en unidades y un 0,2% en UI, por lo que el comportamiento real de repago viene estando por encima del proyectado originalmente. Nuevas estimaciones realizadas por CARE a la luz de las recaudaciones reales de los primeros 15 meses estiman que el tiempo para el repago total de los títulos se habría acortado en un mes.
- Todo lo anterior, sumado a operaciones similares respecto al servicio de transporte suburbano, demuestra que existe un claro compromiso del Estado respecto de los servicios de transporte público de pasajeros en general, por lo que no cabría esperar cambios en las políticas públicas que afecten los ingresos.
- Este Fideicomiso tiene dos antecedentes de análoga naturaleza cuyos desempeños no tuvieron inconvenientes. El segundo, iniciado en 2010, sigue vigente y soportó exitosamente la contingencia de una empresa que dio quiebra lo que habla positivamente del diseño de la operación. Un cuarto fideicomiso ya ha emitido en 2019 y comenzará el repago una vez que se cancele el segundo.
- No se advierte que el cambio de administración genere tensiones en esta construcción financiera.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública emitidos por EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en su calidad de fiduciaria del Fideicomiso Financiero denominado "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III" por un monto total de UI 225.000.000. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte de la IM en su calidad de Fideicomitente y titular del Fondo de los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 2% de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte Colectivo Urbano de Pasajeros, monto que se destinará para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y gastos del Fideicomiso, más los importes necesarios para cubrir el pago de gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial que exija la administración y gestión del Fideicomiso.

EF ASSET MANAGEMENT AFISA 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 corresponde³.

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada

caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Julio Preve, y Adrián Tambler y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe se anexó en la calificación original.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

i. Antecedentes generales

- El Decreto de la Junta Departamental (JDM) No. 30.598 de fecha 18/12/2003⁴ creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo⁵.
- El mismo se financia mediante una contribución proveniente de los ingresos brutos de las empresas del transporte colectivo urbano de pasajeros (venta de boletos y subsidios). Dicha contribución se fijó en hasta 5 %.
- Por Resolución No. 1522/10 del IM de fecha 15/4/2010 se fijó la mencionada contribución en 3 %. Esta disposición regía una vez cancelada la cesión de créditos efectuada al fideicomiso "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo Fideicomiso Financiero".
- Las empresas de transporte que aceptaron participar en el Fondo y se obligaron a realizar la referida contribución, suscribieron el correspondiente documento de adhesión y cedieron los créditos del Fondo al "Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II" (FTU II) con fecha 6/7/2010.
- Por Resolución 603/18 del IM de fecha 1/2/2018 se cambió nuevamente la contribución a realizar al Fondo la que se fijó en un 2 % de la recaudación bruta total de cada empresa por concepto de venta de boletos.
- Las empresas permisarias aceptaron participar del Fondo lo que se expresa en el documento denominado "Acuerdo Marco para la Participación en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III" (expediente 2017-4892-98-000035)
- De acuerdo a lo anterior, con fecha 25/4/2018 la IM (Fideicomitente) y EF Asset Management (Fiduciario) convienen celebrar el Contrato de Fideicomiso cuya emisión se califica.
- Al momento de crearse este Fideicomiso las empresas intervinientes fueron: CUTCSA, COETC, UCOT y COME.
- 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.

⁴. En adelante El Decreto

⁵. En adelante El Decreto

- 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 tercera operación de igual naturaleza (aunque de montos distintos) que se realiza. La segunda está vigente y la cesión comprometida asciende al 3 % de los ingresos brutos de las empresas permisarias. Hasta tanto no se cancele, se superpondrá a ésta llegándose, en ese período, al máximo de 5 % autorizado en la normativa vigente. El vencimiento de la segunda operación (variable) se estima que podría ocurrir a junio o julio de 2020.
- Una cuarta operación se realizó en 2019, el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo IV; que tiene una cesión comprometida de un 1,5%, que comenzará a cobrarse una vez se cancele el segundo fondo. A partir de esa fecha se superpondrán las cesiones del Fideicomiso III y el IV, alcanzando una tasa total del 3,5%.
- En octubre de 2018 se realizó en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay (BEVSA), la suscripción de los títulos de deuda Fideicomiso Financiero del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III por un monto de UI 225.000.000 (doscientos veinticinco millones de unidades indexadas). Los títulos fueron adquiridos en su totalidad por el tramo competitivo. Como estaba previsto, con la recaudación del mes de octubre 2018 comenzó el pago de intereses y las amortizaciones de los Títulos (en noviembre de 2018).

i. Hechos salientes del período

- Durante todo el año 2019 continuaron sin contratiempos los pagos por parte de las empresas, y se fueron amortizando los títulos de deuda a los inversores. El ritmo de las amortizaciones fue levemente superior al proyectado, ya que el modelo original preveía una pequeña reducción en la venta de boletos y en la recaudación dando continuidad a la tendencia histórica, cosa no ocurrió; aumentó levemente la venta de boletos (1,1%) y los ingresos brutos en UI (0,2%).

ii. Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables de EF Asset Management al 30/6/2019⁶.
- o Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2019⁷.
- o Informe de contribuciones recibidas y pagos a los inversores.
- o Ingresos brutos de las empresas de transporte y evolución de las ventas de boletos.
- o Monto de subsidios devengados en el año 2019

⁶. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere, por considerarlos más representativos, los EE. CC al cierre del primer semestre"

⁷. 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 2 % de la recaudación bruta total de cada una de las empresas intervinientes, proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros, y de los montos correspondientes a los subsidios abonados por la IM

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

Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales
Moneda:	Unidades Indexadas
Monto de Emisión:	UI 225.000.000 de valor nominal
Interés:	4,0% lineal anual en unidades indexadas.
Fecha de suscripción:	1 y 2 de octubre de 2018.
Plazo:	Variable en función del flujo de fondos cedido.
Período de Gracia:	No se dispuso período de gracia.
Amortizaciones:	Mensuales, variables en función de los Créditos recibidos. Las amortizaciones comienzan a realizarse al mes siguiente luego de la emisión.
Agente de Pago:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Calificación de Riesgo:	AA uy

Análisis Jurídico

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

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo se adjuntó en la calificación original. El mismo destacaba los siguientes aspectos:

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

Luego de analizar el funcionamiento del Fondo, de su securitización así como del funcionamiento de la garantía, el informe culmina señalando:

“En conclusión, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos estructurales asociados al proceso de emisión.”

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En función de los análisis realizados y tratándose de una tercera operación se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *Riesgo bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

La administración de esta operación está a cargo de la fiduciaria quien además es la emisora, agente de pagos y entidad registrante. También cabe mencionar la gestión de la IM en su doble rol de administrador del Fondo y Fideicomitente. En este último caso, corresponde fundamentalmente analizar su rol desde el punto de vista jurídico comprobando la legalidad de las atribuciones a que se compromete en esta operación. Esto ha sido especialmente verificado en el informe de contingencias jurídicas (Anexo 1 de 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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2019 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	30/06/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	15.034	9.167	9.391
Activo no Corriente	165.804	95.074	81.968
Total Activo	180.838	104.240	91.360
Pasivo Corriente	21.319	14.368	13.068
Pasivo no Corriente	128.560	63.040	52.817
Total Pasivo	149.878	77.408	65.885
Patrimonio	30.960	26.832	25.474
Total Pasivo y Patrimonio	180.838	104.240	91.360
Razon Corriente	0,71	0,64	0,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2019 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por resultados financieros positivos.

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

Concepto	30/06/2019	30/06/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos	21.447	23.796	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(18.027)	(21.368)	(41.745)
Resultado Operativo	3.420	2.428	3.431
Resultados Financieros	2.464	(93)	(682)
Resultados antes de impuestos	5.884	2.335	2.749
IRAE	(1.757)	(664)	(1.120)
Resultado del período	4.128	1.671	1.629
Res Operativos/Ingresos	15,95%	10,20%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	19,25%	7,02%	3,61%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

2. El Fideicomiso

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

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

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

En el cuadro siguiente se informa el estado de situación financiera del fideicomiso al 31/12/19 y su comparativo con el año anterior.

Cuadro 3: Estado Situación Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	134.170	125.188
Activo no Corriente	700.770	763.835
Total Activo	834.940	889.023
Pasivo Corriente	134.170	125.188
Pasivo no Corriente	700.770	763.835
Total Pasivo	834.940	889.023
Patrimonio	-	-
Total Pasivo y Patrimonio	834.940	889.023
Razon Corriente	1,00	1,00

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se destaca que los créditos no tienen vencimiento, sino que los mismos se irán cobrando en función de la recaudación de las empresas de transporte urbano tal como establece el prospecto del Fideicomiso. En ningún caso dicho plazo excederá el plazo máximo de 30 años establecido por Ley.

En el mismo sentido, los títulos de deuda no tienen un vencimiento preestablecido, sino que su cancelación dependerá de las cobranzas que reciba el Fideicomiso que a su vez dependen de la recaudación de las empresas de transporte tal como se explicó anteriormente.

En consecuencia, la apertura entre corriente y no corriente se estimó en función de las cuotas que se esperan cobrar tomando como base el promedio recibido/pagado en el ejercicio del cual se informa

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 transfiere al fideicomiso financiero, a los efectos que éste cubra sus costos, pague los intereses y vaya amortizando los Títulos de Deuda. En este caso es el flujo del 2 % de la recaudación bruta total que las empresas aportan al Fondo, y que tendrá por destino pagar las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

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

El sistema muestra una tendencia decreciente en la venta de boletos en el largo plazo, aunque esta parece 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.

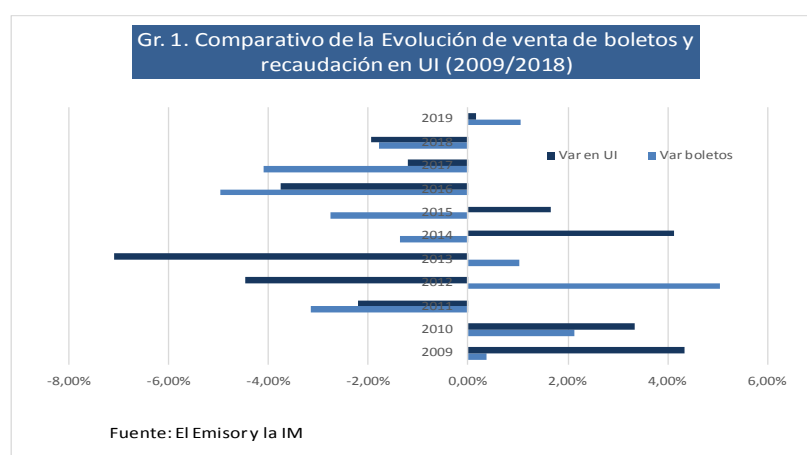
Cuadro 4: venta de boletos y recaudación (en millones) y variación porcentual anual

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	252	7.542	1.935	-1,80%	-1,95%
2019	255	8.144	1.939	1,06%	0,17%

Fuente: Prospecto informativo e información de la Intendencia Montevideo

Cómo puede observarse en el cuadro, la venta de boletos aumenta hasta el año 2013 y luego comienza a caer hasta 2018, para mostrar la recuperación ya comentada en 2019. Por su parte, los ingresos reales si bien tienen un comportamiento similar, éste es más atenuado. Es así que entre 2014 y 2019 la venta de boletos cae en un 2,5% acumulativo anual, mientras que los ingresos en unidades indexadas apenas lo hacen en un 1,0%. Esto responde a que la IM regula los ingresos de las empresas (vía tarifas y/o subsidios) cuidando la sanidad financiera de las mismas.

En la siguiente gráfica se muestra cómo evolucionan anualmente las ventas de boletos y los ingresos reales. Se destaca que luego de tres años de fuertes caídas (2016, 2017 y 2018), en 2019 parece ocurrir un cambio de tendencia en las ventas de boletos y los ingresos



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

Garantía

La garantía es el subsidio de la Intendencia de Montevideo. En cuanto a las cifras, se dispone de la información proporcionada por el estructurador y por la Intendencia de Montevideo.

En el cuadro siguiente se puede apreciar que el subsidio es un componente muy importante de los ingresos brutos de las empresas, entre un 13 y un 15% del total, según el año que se considere. En este sentido es importante comparar el monto del subsidio percibido con la contribución a que se obligan las empresas. Se plantean tres escenarios: una contribución del 2%, determinada para el fideicomiso que nos ocupa; una contribución del 5% que se corresponde con la contribución acumulada de éste y el anterior fideicomiso (el II); y una contribución del 3,5% que será la comprometida una vez se cancele el segundo fideicomiso y empiece a pagarse el IV.

Cuadro 5: Subsidio al boleto y compromisos de pago de los distintos FTU (millones de UI).

Año	ingresos	2%	5%	3,5%	subsidio
2018	1.935	39	97	68	255
2019	1.939	39	97	68	294

Fuente: CARE en base a Intendencia de Montevideo

Naturalmente que la garantía opera por empresa eventualmente incumplidora pero a los efectos de este análisis alcanza con observar las cifras globales. Del cuadro precedente, queda claro que la cifra percibida por el sistema en concepto de subsidio supera holgadamente el compromiso de cesión del 2, del 3,5 y del 5% de los ingresos brutos totales. De cualquier forma, se recuerda que por el diseño de la operación, cualquier inconveniente en los montos recibidos por el fideicomiso tiene como única consecuencia, dilatar el plazo de cancelación.

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

a cubrir por la garantía en caso de un eventual incumplimiento durante dicho período. Puede comprobarse, que el subsidio recibido por las empresas en el último año, supera holgadamente la cesión conjunta comprometida (5%). Esta situación podría durar presumiblemente hasta mediados de 2020; luego de esa fecha el compromiso acumulado para pagar los títulos de los Fideicomisos III y IV, será del 3,5%; de esta forma el repago será más holgado que en la actualidad.

Evolución de la recaudación y pagos

A partir del mes de noviembre 2018 se empieza a recaudar el 2% de los ingresos brutos de las empresas intervinientes y en consecuencia se pagan mensualmente los intereses generados y los saldos se vuelcan a amortizar los títulos de deuda. En el cuadro siguiente se observa un detalle de los pagos realizados.

Cuadro 6.- Recaudación del Fideicomiso y pago a los inversores en UI				
	Recaudación 2%	Amortización	Intereses	Saldo de TD
Nov-dic 2018	6.526.974	4.409.114	2.117.860	220.588.408
Ene-dic 2019	37.863.651	29.546.275	8.317.376	191.154.465
Total	44.390.625	33.955.389	10.435.236	

Fuente: CARE en base a Fiduciario

Estimación del período de repago

El estructurador presentó en el Prospecto original una simulación del periodo de repago de los títulos, intereses y demás costos del fideicomiso tomando como base la recaudación de 2017 y considerando una caída de la recaudación del 1,1 % anual (en UI) equivalente a la caída registrada entre 2014 y 2017. De la planilla financiera aportada se desprende que el interés utilizado en el cálculo fue de 4,8 % anual en UI; éste y demás supuestos utilizados se entendieron razonables.

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

El resultado se muestra en el cuadro siguiente.

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

Fuente: Prospecto informativo

En esta oportunidad, CARE recalculó el período de repago estimado con la tasa del 4% anual en UI y considerando el saldo real al 30 de diciembre de 2019, luego de 15 meses de recaudación. Si bien se dispone de dos años más de ingresos de las empresas de transporte, ello no amerita por el momento

modificar las proyecciones de caída de ventas supuestas en el modelo original. Teniendo en cuenta la recuperación de ventas e ingresos del año 2019, mantener los supuestos hacia delante castiga el flujo pero le da más certezas a los resultados.

Cuadro 8: Período de repago estimado (CARE)

Reducción anual	repago	antes
2,20%	7,25	7,42
1,65%	7,08	7,25
1,10%	7,00	7,08
0,88%	6,92	7,00
0,55%	6,80	6,97

Fuente: CARE

Tomando como base una caída de un 1,1% anual de la recaudación total (a partir de 2020), se estima que se requerirían 7 años para la cancelación total. La recuperación de la venta de boletos y el leve aumento de la recaudación en UI determinó que con la proyección actual se requeriría un mes menos para cancelar los títulos. Siempre que se retome la caída en la recaudación; si se confirma la recuperación el período de repago se seguirá acortando.

Se realizó también la sensibilización del flujo, suponiendo un escenario aún más adverso que supone una caída el doble de la esperada (2,2% anual), en este caso, el período de pago aumenta en 3 meses, es decir se requerirán 7 años y 3 meses.

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

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

El estructurador presentó un análisis de sensibilidad que estresa fuertemente la principal variable no influenciada directamente por el regulador (venta de boletos); a su vez en esta oportunidad CARE ajustó el flujo a la realidad actual (ya van 15 meses de recaudación) y a su vez proyectó sobre un escenario aún más adverso, manteniéndose las conclusiones en cuanto al muy bajo riesgo de la generación de flujos suficientes para enfrentar los compromisos asumidos.

Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior es clara la capacidad de generar los flujos en el plazo adecuado. Los riesgos para que no se generen en tiempo y forma tendrían que ver solo con decisiones de política pública (eliminación de subsidios) que no corresponden a este capítulo. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por descalce de monedas. En este caso este riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación (UI) y los ajustes de las tarifas de transporte, principal ingreso de las empresas, se realizan en pesos, y se puede suponer razonablemente que también se ajustarán según la inflación por el período de amortización del título que se emite. *Riesgo casi nulo.*

V. EL ENTORNO

Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de la perspectiva de su mantenimiento. En este caso la generación de flujos tiene vínculo con la demanda de servicios de transporte colectivo de pasajeros.

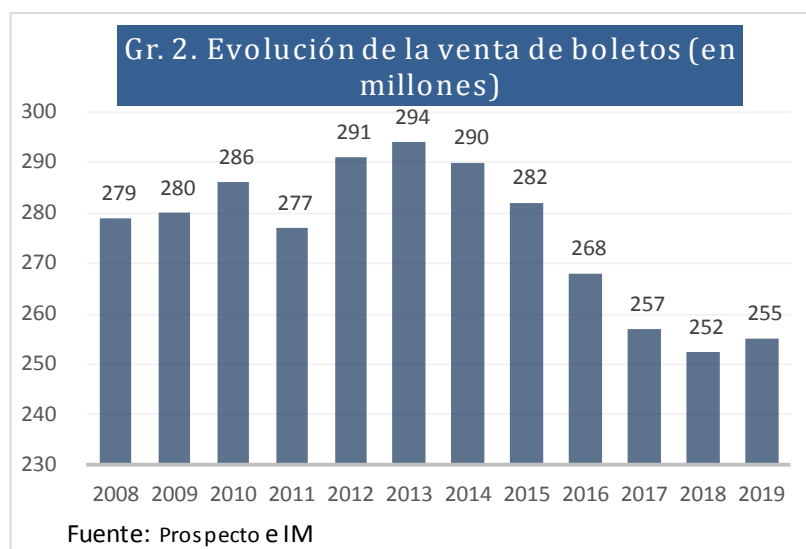
Entre otras particularidades, es conveniente tener en cuenta el contexto en que se realiza esta operación, íntimamente vinculado a las políticas públicas que lo sostienen y que podría resumirse en lo siguiente:

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

El Mercado

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

La venta de boletos que llegó a un máximo de 294 millones de boletos en el año 2013, cayó para ubicarse en 255 millones de boletos en 2018. Esto implica una reducción de un 2,3% anual durante ese período. No obstante, la recaudación bruta en unidades indexadas en ese mismo período apenas si se redujo en un 0,2% anual. Esto confirma que la IM tiene en cuenta al momento de realizar los ajustes de precios la situación del sector, con el objetivo de mantener un cierto equilibrio económico de las empresas.

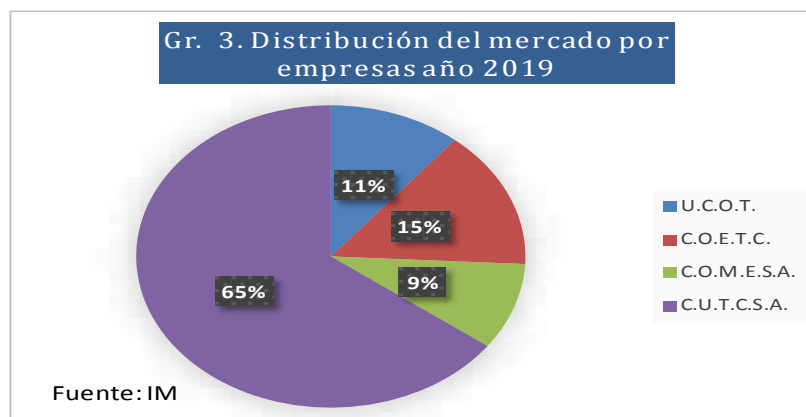


Las tarifas son ajustadas periódicamente en base a una paramétrica de costos y a las informaciones surgidas de las declaraciones juradas auditadas presentadas por las empresas sobre la recaudación y sus costos.

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

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

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



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

Riesgo de mercado: Si bien el mercado muestra señales de que se viene debilitando en los últimos años, en este caso particular es un mercado que se encuentra sujeto a múltiples regulaciones por parte de la IM, por lo que las consideraciones que normalmente se tienen en cuenta en otros casos no aplican a éste. Riesgo casi nulo.

Las políticas públicas

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

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

Por otra parte, no cabría esperar consecuencias sobre el funcionamiento de este fideicomiso, derivadas del cambio de Administración.

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

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.**



Ing. Agr. Adrián Tambler