

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A
PARTIR DEL DENOMINADO
“FONDO DE FINANCIAMIENTO
DEL TRANSPORTE COLECTIVO
SUBURBANO DE PASAJEROS
FIDEICOMISO FINANCIERO II”**

Montevideo, abril de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	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 DE
"FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS
FIDEICOMISO FINANCIERO II"
4-abril-2019**

Plazo:	variable en función del flujo de fondos cedidos (aproximadamente 4-5 años)
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.
Monto:	UI 160.000.000 de Valor Nominal.
Fecha de suscripción:	16 y 17 de julio de 2018
Activo Fideicomitado:	Créditos contra el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, 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:	Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOPE).
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 a las Empresas de Transporte por el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto 347/006.
Tasa:	4,5% lineal anual en UI pagaderos mensualmente.
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Registrante y Representante:	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Ing. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	AA uy
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado los títulos de deuda emitidos con el respaldo del “Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II” manteniendo la categoría AA uy de grado inversor.

Este es el segundo Fideicomiso realizado con los objetivos de cancelación de pasivos financieros y financiamiento de inversiones, de las empresas de transporte participantes. El primero de ellos fue constituido y desarrollado con los mismos fines y ya fue cancelado.

Para alcanzar estos fines se realizó una emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 160.000.000.

El repago de los títulos estará respaldado por los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 5% de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte intervinientes.

A modo de resumen, los aspectos más destacados de la calificación son:

- 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. Esto fue analizado en profundidad en el informe jurídico que se adjuntara como anexo a la calificación original. En consecuencia no se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda. (Véase Informe Jurídico en www.care.com.uy).
- Una cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión del 5% de la recaudación bruta total que las empresas aportan al Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, regulado por la Ley 18.878 de 29 de diciembre de 2011.
- El Estado garantiza la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que inciden sobre los Créditos y su correspondiente Garantía.
- Una garantía adicional a través de la retención por parte del MTOP de los subsidios pagados a las Empresas de Transporte por el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto 347/006, que garantiza eventuales incumplimientos de alguna de las empresas.
- 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.

- Los ingresos totales del sector, que comprenden la recaudación por venta de boletos incluidos los abonos, la devolución del Fideicomiso del Boleto, la compensación por gratuidad y el subsidio del MEF, han mostrado una disminución de un 3,30% anual en UI en el período 2012-2018. No obstante esto, la recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda, permitiría según el prospecto, el repago de los títulos de deuda en 4 años y 10 meses, suponiendo un escenario conservador con una caída en la recaudación de 3,33% por año. CARE sensibilizó aún más el flujo esperado de ingresos a situaciones muy adversas y los resultados obtenidos muestran que, aún en estos casos, con un razonable alargamiento de los plazos se cubriría el repago de los títulos.
- La emisión se realizó en el mes de julio de 2018 y comenzó a amortizarse con la recaudación del mes de agosto, realizándose los pagos a los inversores sin inconvenientes. Al 31 de diciembre de 2018 se había amortizado un 8,6% del monto total de la emisión. De mantenerse ese flujo de ingresos –y suponiendo un mantenimiento en la caída de los mismos en línea con lo ocurrido en los últimos 6 años- el repago de los títulos se haría en 4,8 años, en línea con lo previsto en el prospecto. Por otra parte, está previsto el alargamiento de los plazos, en el caso de que sea necesario una mayor período para el repago.
- Existe un claro compromiso del Estado respecto de los servicios de transporte de pasajeros, que se puede constatar por ejemplo con la existencia del fideicomiso del boleto y de la propia Ley que crea el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, por lo que no cabría esperar cambios en las políticas públicas que afecten los ingresos. No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente los compromisos asumidos en esta operación.
- El primer Fideicomiso ya cancelado logró superar el cierre de una de las empresas intervinientes y dificultades financieras de otra de ellas, lo que muestra la fortaleza del diseño del instrumento.

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 "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II" por un monto total de UI 160.000.000. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte del Ministerio de Transporte y Obras Públicas en su calidad de Fideicomitente, de los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 5% de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte Colectivo Suburbano 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.

El Ministerio de Transporte y Obras Públicas en su calidad de Administrador del FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS, en acuerdo y con la autorización suscrita por las empresas COPSA, CUTCSA, COME, UCOT, COETC, CASANOVA, RIMOLI FIOCCHI y CITA, realizó la cesión del flujo con el objetivo de obtener el financiamiento para *"contribuir al desarrollo de las empresas de Transporte Colectivo de Pasajeros Suburbano y al correcto desempeño de sus tareas en beneficio de la sociedad"*.

Si bien el destino de los fondos obtenidos por la securitización del flujo fue para la financiación de las actividades e insumos concernientes al Transporte Colectivo de Pasajeros Suburbano, la efectiva realización de éstas o el éxito de las mismas no incide en el repago de los Títulos de Deuda.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde¹.

¹. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

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 con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, por el Ing. Julio Preve, y por el Ing. Adrián Tamber y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe se anexó en la calificación original.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

i. Antecedentes generales

La ley 18.878 de 29 de diciembre de 2011 creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, el cual se financia mediante una contribución proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, a cargo de las empresas permisarias o concesionarias de servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, de hasta un 5% (cinco por ciento) de la recaudación bruta total de todas las empresas, proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, y de los montos correspondientes a los subsidios abonados por la Administración Nacional de Educación Pública, por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, por el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006, de 28 de setiembre de 2006, por el Ministerio de Economía y Finanzas originado en la Ley N° 18.180, de 5 de octubre de 2007, así como proveniente de cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

El Decreto 37/012 fijó la contribución a realizar al Fondo en un 5% (cinco por ciento) de la referida recaudación bruta total.

Las Empresas de Transporte, por su parte, aceptaron participar en el Fondo y se obligaron a efectuar la contribución al Fondo, de acuerdo al documento denominado Conformidad de las Empresas de Transporte. A efectos de obtener el financiamiento para las empresas beneficiarias del Fondo, fue constituido en 2012 el "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero". La emisión de ese primer fideicomiso fue cancelada en el primer semestre de 2018, lo que constituye un antecedente sin dudas muy relevante.

Dado el éxito del Fideicomiso anterior y a efectos de obtener el financiamiento para las empresas beneficiarias del Fondo, se constituye un segundo Fideicomiso que emitió títulos de deuda a favor de inversores en julio de 2018.

Se encuentran obligadas a realizar la contribución al Fondo, todas las Empresas de Transporte que participen inicialmente en el Fondo y tengan actualmente el permiso o la concesión respectiva de parte del MTOP para la explotación de los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, y todas aquellas que obtengan en el futuro alguno de los permisos o concesiones de las empresas que participan inicialmente en el Fondo, las cuales deberán aportar por la recaudación correspondiente a dichos permisos o concesiones. Las Empresas de Transporte que participan en el Fondo y que se encuentran obligadas a realizar la contribución son COPSA, CUTCSA, COETC, CASANOVA, COMESA, UCOT, RIMOLI FIOCCHI y CITA. En el caso de estas empresas, están gravados todos los permisos o concesiones que explotan actualmente así como todos los que adquieran en el futuro.

Existe una Garantía adicional para el caso que una empresa de transporte no aporte la contribución correspondiente en los plazos establecidos, que proviene de los montos que las empresas reciben por concepto del subsidio a través del Fideicomiso del Boleto. En estos casos el MTOP, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 15 de la ley 18.878, comunicará dicha circunstancia al Fiduciario del Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006, de 28 de setiembre de 2006, para que éste deduzca las contribuciones no pagadas por dicha empresa más las multas e intereses de mora que correspondan de los montos que el Fiduciario tenga para abonar a dicha empresa por ese concepto, y le indicará que pague los montos deducidos directamente al patrimonio del Fideicomiso. A los efectos de asegurar la solvencia de esta garantía se establece como requisito, que el Fiduciario reciba por escrito de las Empresas alguna de estas opciones:

- a) que el Fideicomiso Financiero contará con un **derecho de prioridad** sobre los subsidios del Fideicomiso de Administración del Boleto hasta el equivalente al 6.5% del total de ingresos que le correspondan a dicha empresa por todo concepto; o
- b) la declaración de que no existirán nuevas cesiones sobre los subsidios que tengan prioridad sobre la cesión del flujo de fondos a este Fideicomiso Financiero.

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 un plazo suficiente hasta que los Titulares recuperen el monto total adeudado por los Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario, y se paguen todos los importes que correspondan de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.

De acuerdo a lo establecido en el artículo 7 de la ley 18.878, el Estado 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.

El "Fideicomiso del Boleto", fue modificado en la cláusula que refiere a la vigencia del mismo, pasándose a 18 años desde su creación, o sea que vencería recién en diciembre de 2024. Hasta esa fecha estaría ahora vigente la Garantía que respalda el cobro del 5% de la recaudación. La fuente de financiamiento del Fideicomiso del Boleto es el sobreprecio del gasoil, valor que cobra ANCAP y vierte al Fideicomiso. Si bien ese sobreprecio está

cuestionado por afectar negativamente el valor de un insumo clave en la producción agropecuaria e industrial, la garantía que genera esa transferencia es firme y está adecuadamente regulada por los artículos 7 y 15 de la Ley 18.878. Si por algún motivo se eliminara ese sobreprecio al combustible (que está establecido por decreto), el Estado deberá establecer un nuevo recurso para el Fideicomiso del Boleto.

ii. Hechos salientes del período

Entre los días 16 y 17 de julio de 2018 se realizó en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay (BEVSA), la suscripción de los títulos de deuda de la Serie II del Fideicomiso Financiero del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros II por un monto de UI 160.000.000 (ciento sesenta millones de unidades indexadas). Los títulos finalmente fueron adquiridos en su totalidad por el tramo competitivo ya que no hubo ofertas dentro del tramo no competitivo. El precio ponderado de los TTDD se ubicó en el entorno de 104,25%.

Al no ser necesario el plazo de gracia previsto el repago de los títulos comenzó en el mes de agosto de 2018, para el pago de intereses y amortizaciones.

Según informa el fiduciario y se recoge en los estados contables, en el mes de agosto y setiembre una de las empresas no hizo su aporte, pero como estaba previsto el Fideicomitente hizo uso de la garantía por lo que el flujo de ingresos no tuvo ningún inconveniente.

3. Información analizada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

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

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario adquiridos por los beneficiarios, 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 Suburbano de Pasajeros al patrimonio del Fideicomiso. Estos créditos corresponden al 5% de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte, proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, y de los montos correspondientes a los subsidios abonados por la Administración Nacional de Educación Pública, por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, por el Fideicomiso de Administración del Boleto, por el Ministerio de Economía y Finanzas, así como proveniente de cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

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

Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales
Moneda:	Unidades Indexadas
Monto de Emisión:	UI 160.000.000 de valor nominal (unidades Indexadas ciento sesenta millones).
Interés:	4,5% lineal anual en unidades indexadas.
Fecha de suscripción:	16 y 17 de julio de 2018.
Plazo:	Variable en función del flujo de fondos cedido.
Período de Gracia:	Estaba previsto pero no ocurrió ² .
Amortizaciones:	Mensuales, variables en función de los Créditos recibidos. Las amortizaciones comienzan a partir del primer mes luego de la emisión.
Agente de Pago:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Calificación de Riesgo: AA uy³

² Este concepto fue previsto en el Contrato ya que se preveía emitir previo a la cancelación total del primer Fideicomiso. Esto no ocurrió, ya que cuando se emitió se habían cancelado totalmente los Títulos de Deuda emitidos en el Fondo del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero

³ Esta Calificación puede modificarse ante la aparición de hechos relevantes

Análisis Jurídico

Se trata de la cesión de un flujo creado por una ley, en donde intervienen un número importante de empresas de transporte y el Estado, 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 suburbano es la concesión de un servicio público
- Según lo anterior la ley 18.878 crea el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, con el MTOP como su titular estableciendo su facultad de securitizar sus recursos.
- La Ley crea un mecanismo sumario de notificación del incumplimiento por parte del MTOP al Fiduciario para que éste deduzca las contribuciones no pagadas, de lo que le corresponda percibir del Fideicomiso creado al amparo del decreto 347/006.
- El artículo 7 de la Ley 18.878 establece que “el Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias”.
- Cualquier empresa de transporte nueva, o que sustituya, absorba o se fusione a una existente, queda automáticamente obligada al pago de la prestación.

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 segunda operación se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *casi nulo*.

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM) (La Fiduciaria)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Autoridades

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

Situación económica y financiera

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

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

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

Fuente: EE.CC EFAM

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

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

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

Fuente: EE.CC de EFAM

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

El Fideicomiso

Mediante contrato celebrado el 20 de marzo de 2018 y su posterior modificación el 23 de mayo de 2018, se constituyó el Fideicomiso FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS FIDEICOMISO FINANCIERO II.

El 21 de junio de 2018 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2018/118).

Por cuenta del Fideicomiso, EFAM emitió títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 160.000.000 (Unidades indexadas ciento sesenta millones) los que fueron colocados en el mercado. Con fecha 4 de julio de 2018 la Bolsa de Valores de Montevideo resolvió autorizar la solicitud de EFAM para inscribir en el Registro de Emisores y Valores. Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 4,5 % lineal anual, en unidades indexadas, pagadero mensualmente.

Al haberse cancelado la operación anterior, condición establecida para comenzar la amortización de la presente, esta comenzó al mes siguiente de su emisión, es decir en agosto de 2018. Los saldos financieros del fideicomiso al 31/12/18 se informan en forma resumida en el cuadro siguiente. En términos de la emisión, al cierre del año había un saldo en circulación del orden de UI 146 millones.

Cuadro 3: E, Situación Fideicomiso (miles \$)	
Concepto	31/12/2018
Activo Corriente	139.867
Activo no Corriente	449.504
Total Activo	589.371
Pasivo Corriente	139.867
Pasivo no Corriente	449.504
Total Pasivo	589.371
Patrimonio	-
Total Pasivo y Patrimonio	589.371
Razon Corriente	1,00

Fuente: EE.CC Fideicomiso

La empresa de transporte COPSA, participante del Fideicomiso, no ha efectuado las contribuciones en los plazos establecidos en los meses de agosto y setiembre 2018. Por lo tanto, desde esa fecha se procedió a ejecutar la garantía cobrando los adeudos correspondientes.

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. *Riesgo casi nulo*.

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

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 5% de la recaudación bruta total que las empresas aportan al Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, regulado por la Ley 18.878 del 29 de diciembre de 2011, y que tendrá por destino pagar las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

El único elemento que incide en la determinación del monto y en la evolución del flujo de ingresos esperados del fideicomiso es la evolución de la recaudación bruta de las empresas de transporte. Dentro de ésta, la venta de boletos explica la mayor parte de los ingresos (75%), aunque también representa un ingreso significativo los provenientes del Fideicomiso de Boleto (22%), subsidio que proviene del sobreprecio que existe en el valor del gasoil.

Cuadro 4.- Recaudación bruta total de las Empresas de Transporte en UI año 2018

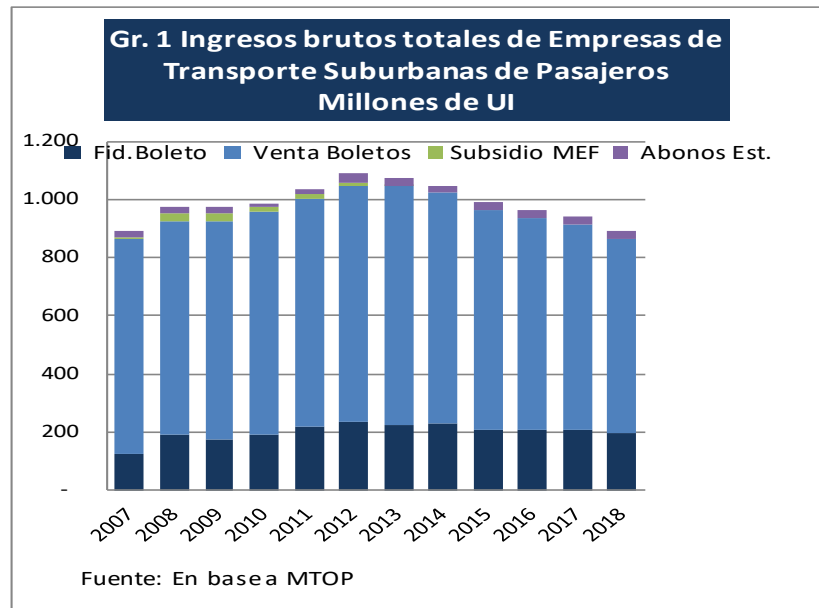
	Recaudación Boletos	Compensación Abonos	Reintegro Fideicomiso	Total del Sector	Total de Empresas intervinientes
Ingresos	667.444.973	27.060.553	195.237.995	889.743.521	799.715.722
Porcentaje	75%	3%	22%	100%	90%

Fuente: El emisor en base a información del MTOP.

Las empresas del transporte colectivo suburbano de pasajeros son 9 en total y en conjunto en el año 2018 tuvieron ingresos por 889,7 millones de UI. Las empresas que intervienen en el fideicomiso son finalmente 8, ya que una de ellas desistió de participar, por lo que la emisión de 160 millones de UI será pagada con los ingresos de las 8 empresas intervinientes que es de 799,7 millones de UI, el 90% del total.

Como se verá en mayor detalle en la sección V, la venta de boletos crece hasta 2012, para comenzar un lento pero continuo decrecimiento hasta 2018. En relación al precio del boleto, al ser éste administrado, por lo general acompaña los costos de los servicios, los cuales se encuentran razonablemente alineados a la inflación. Por estos motivos, al momento de sensibilizar el flujo de ingresos será necesario contemplar especialmente diferentes niveles de reducción en los ingresos, suponiendo que se mantenga la reducción de venta de boletos, que ya parece ser estructural.

Los ingresos derivados del Fideicomiso del Boleto, representan aproximadamente un 22% de los ingresos totales del sector y muestran una tendencia similar al de la venta de los boletos; aumenta hasta 2012-2014 para luego decrecer levemente.



a. Evolución de la recaudación y pagos

A partir del mes de agosto se empieza a recaudar el 5% 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.

	Recaudación 5%	Amortización	Intereses	Saldo de TD
Ago-18	1.567.975	766.089	801.886	159.233.911
set-18	4.320.934	3.742.242	578.692	155.491.669
Oct-18	4.112.230	3.488.955	623.275	152.002.714
Nov-18	3.544.696	3.012.195	532.501	148.990.519
Dic-18	3.318.359	2.758.936	559.423	146.231.583
TOTAL	16.864.194	13.768.417	3.095.777	

Fuente: El emisor

b. Estimación del período de repago

A los efectos de estimar el período previsto de repago de los títulos de deuda es necesario realizar supuestos de ingresos esperados. En la calificación original también fue necesario estimar una posible tasa de interés para los títulos, lo cual ahora no es necesario ya que se realizó la emisión y el interés ya permanece fijo (4,5%).

En el escenario base, el Prospecto Original presentado a CARE por parte del estructurador supuso una tasa de interés del 5,2% en UI, y una reducción anual en los ingresos brutos del 3,33%. Bajo esos supuestos, los títulos de deuda se cancelarían en 4 años y 10 meses. La caída supuesta en los ingresos finalmente es la que se viene verificando entre 2012 y 2018 (3,3%), pero la tasa de interés a la que se colocaron los títulos de deuda fue más baja que esperada en el escenario base (4,5%), pero mayor a la de la emisión del Fideicomiso anterior (3,5%).

La cantidad de boletos vendidos y los ingresos totales en UI crecieron en el periodo 2008-2012, año a partir del cual se revierte la tendencia comenzando una evolución decreciente. En el año 2018, se vendieron 57,8 millones de boletos, generando las empresas del sector, ingresos totales por 889,7 millones de UI. Estos ingresos, suponen una disminución de 5,4% con respecto al año anterior; el año anterior habían caído un 2,2% y el período 2012-2018 lo hicieron un 3,30% acumulativo anual. Los ingresos totales del sector, comprenden la recaudación por venta de boletos incluidos los abonos y devolución del Fideicomiso del Boleto y la compensación, gratuidad y subsidio MEF.

c. Sensibilización

Como ya fuera comentado, en la calificación original se sensibilizó el flujo de ingresos suponiendo situaciones extremas de tasa de interés y de reducción en las ventas de boletos. Al haberse despejado la incógnita de la tasa de interés, la sensibilización del flujo debe concentrarse solamente en las ventas de boletos y en los ingresos brutos de las empresas.

En el siguiente cuadro se presenta una sensibilización del flujo con una reducción de las ventas anuales de hasta un 5% anual. Si bien este porcentaje es similar al del último año, es un 50% más elevado al ocurrido en los últimos 6 años. Si bien la venta de boletos ha caído en 2018 en ese porcentaje, no parecería razonable que ocurriera una tasa de caída tan alta durante un período tan largo de tiempo; salvo que existiera un cambio radical en los sistemas de transporte

**Cuadro 6.- Años necesarios para el repago de los Títulos.
Sensibilización del flujo de ingresos.**

	Reducción anual de los ingresos en porcentaje				
	-5,0%	-4,0%	-3,3%	-2,7%	-1,7%
4,5%	5,0	4,9	4,8	4,8	4,7

Fuente: CARE

Esta sensibilización se realiza considerando los datos reales desde el inicio en agosto de 2018 y hasta diciembre de 2018, suponiendo las reducciones en los ingresos detallados a partir de enero de 2019 y hasta la cancelación total de los títulos.

Finalmente se realizó una última simulación suponiendo una caída extrema de un 7,5%; en tal caso el plazo para cancelar los títulos de deuda sería de 5,33 años.

Como surge de los análisis realizados, en el peor de los casos, de muy baja probabilidad, los títulos de deuda se cancelarían en un plazo máximo de en 5 años y 4 meses. El fideicomiso del boleto, que oficia como garantía adicional vence en diciembre de 2024, fecha posterior a la máxima esperada para la cancelación de los Títulos.

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

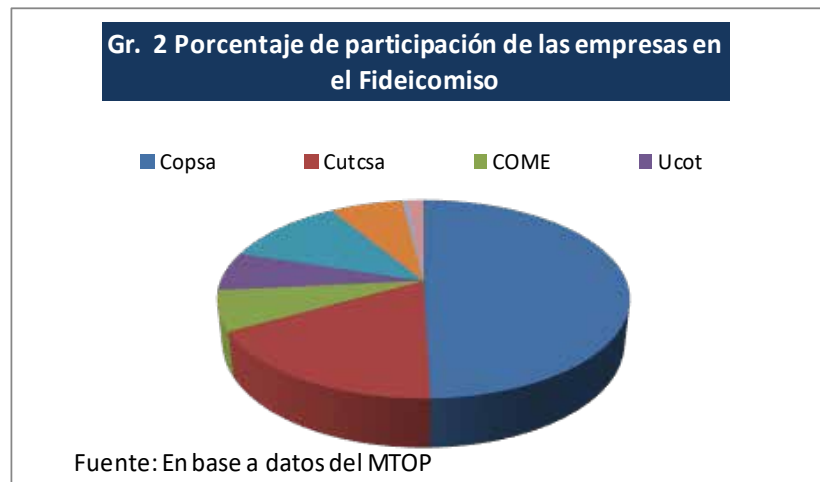
Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de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

El Mercado

El transporte colectivo de pasajeros en líneas metropolitanas está estrictamente regulado por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas a través de la Dirección Nacional de Transporte en todos sus aspectos, tanto operativos (líneas y frecuencias), como económicos (tarifa). Se trata de un servicio prestado en carácter de concesión. La Dirección Nacional de Transporte es la que se encarga de estudiar y decidir sobre las propuestas, el Poder Ejecutivo es el que finalmente autoriza la explotación del servicio.

Las tarifas son ajustadas periódicamente en base a una paramétrica que toma en cuenta criterios como los ajustes salariales y los costos de combustible. La entidad encargada de realizar los ajustes en la tarifa es la Dirección Nacional de Transporte.

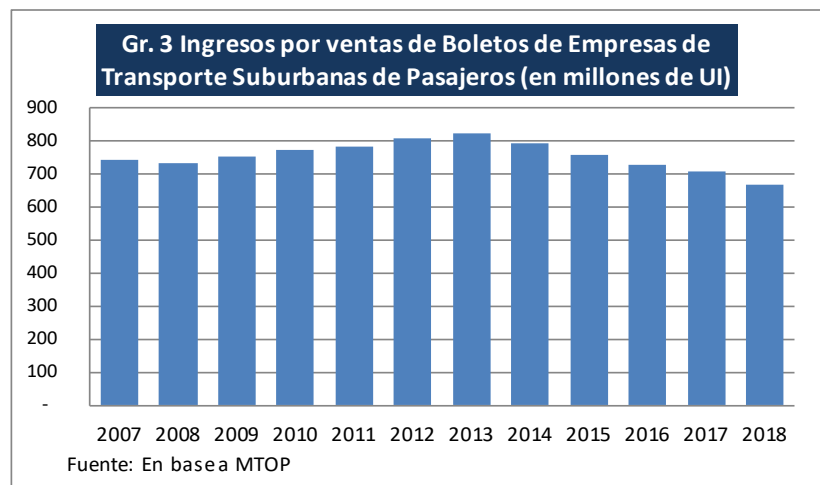
El mercado de transporte suburbano está compuesto por 9 empresas de transporte: COPSA, CUTCSA, COME, UCOT, COETC, Casanova, Tala Pando, Rimoli Fiocchi, y CITA con aproximadamente 550 coches destinados a esta actividad. Con la excepción de la empresa Tala Pando, las restantes decidieron participar en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros II (FTS II).



Con respecto a la participación en el mercado de las empresas del transporte suburbano, la misma se ha mantenido estable. Las dos principales empresas, COPSA, y CUTCSA, representaron el 67% del mismo en el año 2018, tomando como base la recaudación del sector.

La venta de boletos que llegó a un máximo de 76,0 millones de boletos en el año 2012, cayó para ubicarse en 57,8 millones de boletos en 2018. Esto implica una reducción de un 4,45% anual. Por su parte, los ingresos medidos en unidades indexadas cayeron en el mismo período un 3,30% anual. Esto está indicando que los precios de los boletos se incrementaron levemente por encima del IPC y que el subsidio derivado del Fideicomiso del Boleto se redujo en menor proporción que la reducción de la venta de boletos.

La reducción de los ingresos que se observa desde 2012 ha sido constante y es probable que sea una tendencia a mantenerse, pero como ya fuera expuesto en la sección anterior ello no implicaría riesgos en la generación de los flujos necesarios para cumplir con los compromisos de los Títulos de Deuda a emitir por parte del Fideicomiso.



No resulta razonable pensar que en el mediano o el largo plazo pudiera generarse una reducción mucho más fuerte en la demanda por el servicio que pusiera en peligro el flujo esperado de ingresos. Si bien ha crecido y sigue creciendo el stock de autos y de motos particulares, y en algunos casos esa parece ser la causa de la reducción de la demanda, por un tema de costos no cabría esperar una profundización de la competencia; tampoco se visualiza algún tipo de transporte alternativo que en el corto plazo vaya a sustituir al transporte colectivo.

El transporte colectivo de pasajeros se caracteriza por ser un servicio esencial, de acceso universal y constituye el principal medio de transporte en Montevideo y sus alrededores.

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 del MTOP, 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 metropolitano de pasajeros se encuentra fuertemente regulado por parte del MTOP, 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 Suburbano de Pasajeros y además quien ejecuta los fondos provenientes del Fideicomiso del Boleto. En este sentido, las decisiones que se tomen a través de las políticas públicas tendrán una incidencia directa sobre el sector.

Hasta el momento, esta fuerte intervención parte del MTOP no ha sido una debilidad sino más bien una fortaleza del sector.

Por otra parte, cabe recordar que el transporte suburbano de pasajeros opera como una concesión de un servicio público al tenor de lo dispuesto por el artículo 51 de la Constitución.

La ley 18.878 que crea el Fondo de Financiamiento establece en su artículo 7° que el *“Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y sus correspondientes garantías y que estuvieran vigentes al momento de suscribirse los contratos respectivos”*. De esta forma cualquier eventual riesgo por modificaciones en las políticas públicas, estaría mitigado.

Riesgo de políticas públicas sectoriales: La fuerte regulación del MTOP y la Ley 18.879 de 29 de diciembre de 2011 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.⁴

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

⁴ 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.**