

**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, marzo de 2021*

---

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
11	II LOS TITULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
24	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”  
17 - marzo - 2021**

<b>Plazo:</b>	variable en función del flujo de fondos cedidos; 8 años y dos meses desde la emisión en el escenario base.
<b>Títulos de Deuda:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública
<b>Monto:</b>	UI 225.000.000 de Valor Nominal
<b>Fecha de suscripción:</b>	1 y 2 de octubre de 2018
<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 alguna de las concesiones o permisos de éstas en el futuro.
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia de Montevideo (IM).
<b>Amortización:</b>	Mensuales, variables en función de los créditos recibidos. Los pagos se aplicarán en primer lugar a los intereses generados hasta el momento del pago.
<b>Garantía:</b>	Retención de subsidios pagados por la IM a las Empresas de Transporte determinado por Decreto No. 30598, artículos 14 y 15.
<b>Tasa:</b>	4,0% lineal anual en UI
<b>Gracia:</b>	No fue necesario considerar el período de gracia previsto ya que los Títulos de Deuda del FF FTU I se cancelaron antes de la emisión del presente Fideicomiso. En consecuencia se comenzó a amortizar al mes siguiente de realizada la emisión e integración de fondos (noviembre 2018).
<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>Vigencia:</b>	30 de abril de 2022
<b>Calificación de riesgo:</b>	AA (uy) <sup>1-2</sup>
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

<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.

## 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 fue cancelar pasivos financieros de las empresas de transporte intervinientes y cancelar deudas que fueron contraídas por el Fondo para atender el objetivo anterior. Este fue el tercer fideicomiso de cinco que, con estas características, se llevaron adelante sin que se hayan registrado problemas.

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. Actualmente esta recaudación se superpone con la contribución al FTU II, que es del 3%, y que esta prevista su cancelación para abril/mayo de 2021. A partir de ese momento esta contribución del 2% se superpondrá con la del FTU IV y FTU V, que son de 1,5% cada una; manteniéndose de esta forma el máximo que la norma permite (5%).

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. 30.598 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 -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 aportados por parte de IM y del MEF.
- Como consecuencia de esta situación de fuerte caída en la recaudación, la Intendencia de Montevideo solicitó a los beneficiarios de los Títulos de Deuda otorgar una espera de 6 meses en los pagos. En la Asamblea del Titulares del 16 de abril de 2020, con la participación del 100% de los beneficiarios de los Títulos se aprobó otorgar la espera solicitada a partir de los pagos de abril de 2020 y hasta el pago del mes de setiembre de 2020 incluido, debiéndose retomar los pagos por parte de las empresas de transporte a partir de octubre de 2020. Los intereses generados se capitalizan al final del período y pagarán intereses sobre dichos montos hasta su cancelación. La reducción en la venta de boletos y el período de espera acordado incrementarán el plazo de pago original establecido en el prospecto, situación que estaba contemplada en el diseño del instrumento.

- 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 mantenimiento de la recaudación a partir de 2024 el periodo de repago de los títulos se estima ahora en 8 años y dos meses desde la fecha de emisión (sería en diciembre de 2026). 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 varios antecedentes de análoga naturaleza cuyos desempeños no tuvieron inconvenientes. El segundo, iniciado en 2010, sigue vigente y soportó exitosamente la contingencia de una empresa que dio quiebra lo que habla positivamente del diseño de la operación.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública 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" (FTU 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 corresponde<sup>3</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.

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

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

caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](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 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 18/12/2003<sup>4</sup> creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo<sup>5</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".
- 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)
- Con fecha 25/4/2018 la IM (Fideicomitente) y EF Asset Management (Fiduciario) convienen celebrar el Contrato de Fideicomiso para el FTU III, que es el que se califica en esta oportunidad.
- 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.
- En caso de necesidad, esta garantía opera automáticamente reteniendo la IM los montos de subsidio correspondientes y transfiriéndolos directamente al Fideicomiso.

<sup>4</sup>. En adelante El Decreto

<sup>5</sup>. En adelante El Fondo

- 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.
- 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).
- Con fecha 21 de junio de 2019 la IM (Fideicomitente) y EF Asset Management (Fiduciario) convienen celebrar un Contrato de Fideicomiso para llevar adelante un cuarto fideicomiso con una contribución de 1,5% de la recaudación bruta 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".
- 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 FFTU V y se obligaron a efectuar con una contribución de 1,5% de la recaudación bruta que entrará en vigencia al igual que el FFTU IV, una vez que se cancelen los títulos de deuda emitidos y todas las demás obligaciones derivadas del fideicomiso FFTU II".
- El Fideicomiso que se califica es la tercer operación que se realizó (aunque de montos distintos). La segunda está vigente –estimándose su cancelación en abril o mayo de 2021- y la cesión comprometida asciende al 3% de los ingresos brutos de las empresas permisarias. Se estima que este tercer Fideicomiso estará vigente aproximadamente hasta 2025-26 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 –que se comenzarán a aplicar una vez esté cancelada la segunda operación- establecen una cesión del 1,5% cada una con lo que se mantendrá el máximo del 5% antes mencionado.

## **ii. Hechos salientes del período**

- El 13 de marzo de 2020, el gobierno declara la emergencia sanitaria, proponiendo una serie de medidas, la mayor parte de ellas tendientes a reducir la movilidad de las personas y evitar las aglomeraciones. Los efectos sobre el transporte colectivo son muy importantes, afectando fuertemente la venta de boletos. En abril se venden 74% menos de boletos respecto del mismo mes del año anterior y en mayo es un 66% menos; luego la venta de boletos se recupera lentamente para terminar el año con 37% menos de boletos vendidos que en 2019.

- Esta situación determina que la Intendencia de Montevideo y las empresas de transporte soliciten a los beneficiarios de los títulos de deuda emitidos por los FFTU II y III, que otorguen una espera de 6 meses en el pago de los títulos, comenzando a partir del pago de abril y hasta el mes de setiembre inclusive. Los intereses no pagados se capitalizarán y generarán a su vez intereses sobre esos montos hasta su cancelación total. Los beneficiarios por unanimidad deciden otorgar esa espera.
- Con fecha 16 de abril de 2020 se reúne la Asamblea de Beneficiarios de los Títulos de Deuda del FTU III y se firma el acta estableciendo el período de espera.

### **iii. Información analizada**

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables de EF Asset Management al 30/6/2020<sup>6</sup>.
- o Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2020<sup>7</sup>.
- 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 pagados en el año 2020.
- o Calificaciones de Riesgo de los fideicomisos financieros del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II, IV y V.
- o Acta de Asamblea de Titulares de los Títulos del FTU III, del 16 de abril de 2020.

<sup>6</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>7</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 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:

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales
<b>Moneda:</b>	Unidades Indexadas
<b>Monto de Emisión:</b>	UI 225.000.000 de valor nominal
<b>Interés:</b>	4,0% lineal anual en unidades indexadas.
<b>Fecha de suscripción:</b>	1 y 2 de octubre de 2018.
<b>Plazo:</b>	Variable en función del flujo de fondos cedido.
<b>Período de Gracia:</b>	No se dispuso período de gracia.
<b>Amortizaciones:</b>	Mensuales, variables en función de los Créditos recibidos. Las amortizaciones comienzan a realizarse al mes siguiente luego de la emisión.
<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. 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) 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>8</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>8</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.

## 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 31/12/20 y su comparativo con años anteriores.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	124.289	134.170	125.188
Activo no Corriente	756.522	700.770	763.835
<b>Total Activo</b>	<b>880.811</b>	<b>834.940</b>	<b>889.023</b>
Pasivo Corriente	124.289	134.170	125.188
Pasivo no Corriente	756.522	700.770	763.835
<b>Total Pasivo</b>	<b>880.811</b>	<b>834.940</b>	<b>889.023</b>
<b>Patrimonio</b>	-	-	-
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>880.811</b>	<b>834.940</b>	<b>889.023</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>

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 (2% de la recaudación bruta en este caso). 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.

Con fecha 29 de setiembre de 2020, se emitieron títulos de deuda complementarios a los efectos de capitalizar los intereses impagos devengados durante el periodo de espera, comprendido entre el mes de abril de 2020 y setiembre 2020. El monto de la emisión ascendió a UI 3.733.258.

Los pagos por concepto de amortización de títulos e intereses realizados en el año 2020 fueron de unos \$ 67 millones, cifra obviamente menor que la del año anterior por las razones antedichas.

## 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*.

<sup>8</sup>. En el caso del fideicomiso, el contexto sanitario y económico por las medidas tomadas para contener la propagación del coronavirus, ha afectado y se estima que afecte el nivel de ventas de boletos urbanos, por lo cual es posible esperar una disminución en los ingresos de las empresas de transporte que integran el fideicomiso, en cuyo caso podrá afectar el plazo del periodo de repago de los títulos de deuda. A la fecha de emisión de estos estados financieros no es posible estimar de manera confiable el impacto que la duración y/o la profundidad de estos desarrollos tendrán en periodos futuros.

## 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 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 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.

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	8.288	1.958	1,1%	1,2%
2020	160	7.349	1.579	-37,4%	-19,4%

Fuente: Prospecto informativo e información de la Intendencia Montevideo

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

La venta de boletos del año 2020 fue un 37% menor a 2019, CARE 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 nuevas proyecciones

### **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 1.939 de los cuales, 294 millones correspondieron a subsidio de la Intendencia de Montevideo, es decir el 15,2% 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 del compromiso de cesión de las empresas para el aporte al fondo, respecto del monto de los subsidios de la IM. Se estimó el compromiso para un aporte suponiendo una recaudación equivalente al 10% de la del 2019 que será seguramente la recaudación más alta en el período de repago y los subsidios de 2019 y que como fuera dicho anteriormente los del 2020 habrán sido excepcionalmente altos. Se plantean dos escenarios, una contribución del 2%, 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 éste.

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

Año	ingresos	2%	5%	subsidio	% subsidio
2018	1.935	39	97	255	38%
2019	1.958	39	98	294	33%
90% de 2019	1.762	35	88	295	30%

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 y del 5% de los ingresos brutos totales. El compromiso para el pago de los Títulos de Deuda de los compromisos vigentes en conjunto serían del 30% de los subsidios recibidos, por lo que la garantía de pago es muy robusta.

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.

### 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.

Como ya fuera comentado, en el 2020 se acordó un periodo de 6 meses de espera, lo que sumado a la fuerte reducción en la recaudación determinó que el repago de los títulos estuviera muy por debajo del año anterior; se amortizó apenas un 37% de lo amortizado en 2019. Asimismo, luego del período de espera se realizó una nueva emisión de títulos por un total de UI 3.733.250, para compensar el no pago de los intereses por esos meses.

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
Ene-dic 2020	14.620.210	10.851.512	3.768.698	184.036.211
Total	59.010.835	44.806.901	14.203.934	

Fuente: CARE en base a Fiduciario

### Estimación del período de repago y sensibilización.

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

- Se parte del saldo de títulos a diciembre de 2020.

- 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, y a partir de esa fecha se mantendría estable.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente, en el que además se realiza una sensibilización del flujo suponiendo diferentes valores a diciembre de 2023 respecto de 2019.

El resultado se muestra en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 7: Período de repago estimado en años</b>	
<b>% de Rec. respecto de 2019</b>	<b>Desde emisión</b>
77%	9,00
85%	8,42
90%	<b>8,17</b>
95%	7,92
104%	7,50

Fuente: CARE

Como puede apreciarse, en el escenario base considerado (la recaudación recupera y se estabiliza en un 90% de los valores de 2019), la operación se cancela en 8 años y dos meses desde la fecha de emisión, por lo que estarían quedando aproximadamente 6 años (diciembre de 2026). Mientras que en un escenario mas adverso que se corresponde a una situación en que apenas recupera a un 77% de los valores de 2019, se requieren 9 años para cancelar desde la emisión, o aproximadamente 7 años más desde diciembre de 2020.

Como puede observarse con una razonable ampliación del plazo la operación se cancela sin mayores contratiempos, ante situaciones más extremas de recaudación.

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

### **Riesgos considerados**

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

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

## V. EL ENTORNO

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

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

- La IM garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas (legales y reglamentarias) que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el Contrato de Fideicomiso.
- En particular, la IM garantiza la estabilidad del artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros el cual establece que las tarifas de pasajes deberán responder a la realidad del transporte, en base a una ecuación racional para el cálculo de las mismas, que garantice el equilibrio económico de las empresas de transporte.
- Estos dos puntos actuando en conjunto contribuyen fuertemente a mitigar el riesgo político.
- 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 %.

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

#### ***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.

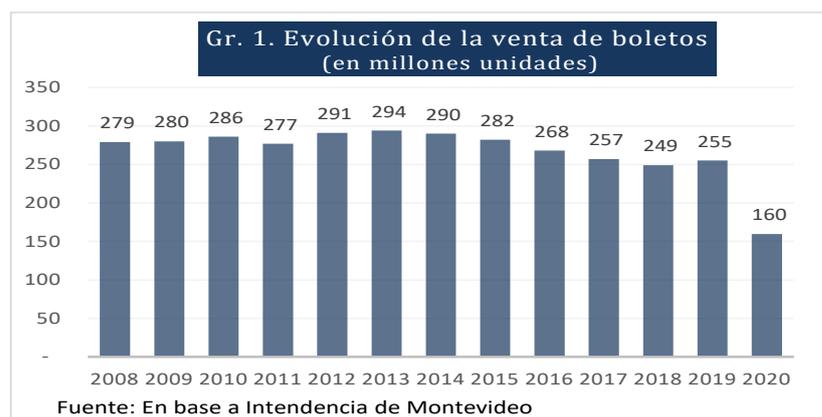
Las tarifas son ajustadas periódicamente en base a una paramétrica de costos y a las informaciones surgidas de las declaraciones juradas auditadas presentadas por las empresas sobre la recaudación y sus costos.

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.

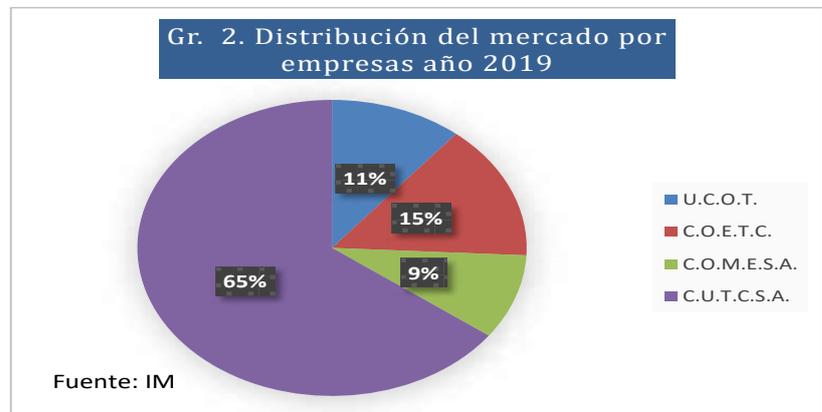


Los meses en los cuales la crisis sanitaria tuvo el mayor impacto fueron abril, mayo y junio. En estos meses, la caída en la venta de boletos con respecto al mismo mes del año anterior fue de 74%, 66% y 48% respectivamente, recuperándose a partir del mes de julio (- 38%), pero culminando el año en el entorno de un 32% menos por mes.

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>9</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.

## Cambios en el sistema de transporte

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

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

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

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

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

## 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, garantizado por artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros. 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.

**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*.

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

## 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>10</sup>*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>10</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.**