

## Flujos Futuros Uruguay Análisis Crediticio

# Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II

### Calificación Nacional

Títulos	Calificación	Perspectiva
TRD Serie I por UI 343.320.000	A+(uy)	Estable
TRD Serie II por USD 5.966.000	A+(arg)	Estable

TRD: Títulos representativos de Deuda  
UI: unidades Indexadas

La calificación asignada aplica a una tasa de interés lineal anual del 5,5% para los TRD en UI y a una tasa lineal anual del 5,8% para los TRD en USD. Las calificaciones no se refieren a pagos mensuales puntuales. La no distribución de fondos en un determinado período mensual, no implicará un evento de incumplimiento bajo los TRD. Los pagos a los TRD serán variables en función de los flujos recibidos de los créditos subyacentes por lo cual el plazo de los TRD será variable con un máximo de 30 años.

FITCH Uruguay ha considerado para sus cálculos y proyecciones la totalidad del mercado de transporte urbano de Montevideo.

### Analistas

Eduardo D'Orazio  
+54 11 5235-8145  
[eduardo.dorazio@fitchratings.com](mailto:eduardo.dorazio@fitchratings.com)

Cintia Defranceschi  
+54 11 5235-8143  
[cintia.defranceschi@fitchratings.com](mailto:cintia.defranceschi@fitchratings.com)

### Informes Relacionados

"Future Flow Securitization Rating Methodology" (Metodología de Calificación de Securitización de Flujos Futuros), Feb. 15, 2006.

"Metodología Internacional para la Calificación de las Corporaciones Locales y Regionales", Jul. 08, 2008

Disponibles en nuestra página Web [www.fitchratings.com.ar](http://www.fitchratings.com.ar)

### Evaluación

- Fitch Uruguay confirma la calificación y asigna Perspectiva Estable a los Títulos representativos de Deuda (TRD) bajo el Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II, luego de su emisión producida el 14.10.2010.
- Los principales factores considerados para la presente calificación son: i) la existencia y evolución del mercado de transporte de colectivo urbano. Todas las empresas que participan en el Fondo van a estar obligadas a aportar su contribución hasta el momento en que se cancelen las deudas con el Fondo, sin importar lo que hayan recibido como beneficio del Fondo, ii) el aporte que deben hacer las empresas, esta garantizado mediante el subsidio que reciben de la Intendencia Municipal de Montevideo (IMM). Asimismo la IMM se comprometió a que el porcentaje de permisos gravados con las contribuciones con relación a los permisos totales del sistema, en todo momento no sea inferior al porcentaje que representen dichos permisos gravados al momento de la emisión por parte del Fideicomiso, con una tolerancia de hasta un 1% menos; iii) sustento normativo municipal (decreto de la Junta Departamental) para la creación del Fondo, la potestad de la IMM de cederlo y la garantía de la IMM respecto de la estabilidad de las normas que pueden afectar al Fondo.
- A los efectos de evaluar el comportamiento de la transacción en un escenario crítico, se utilizó un modelo a través del cual se consideraron caídas anuales en la venta de boletos ponderando los distintos riesgos identificados en la transacción. La presente calificación en escala nacional, está sujeta al riesgo soberano, y sub-soberano. El plazo de los instrumentos es variable con un máximo de 30 años.

### Estructura

La IMM, en su calidad de Fideicomitente y administradora del Fondo, celebró un contrato de fideicomiso para la creación del Fondo de Financiamiento del Transporte Urbano de Montevideo Fideicomiso Financiero (el "Fideicomiso"). El activo del Fideicomiso esta compuesto por los créditos contra el Fondo e incluyen las multas e intereses de mora que corresponda aplicar. Como contrapartida a esta cesión, se emitieron Títulos Representativos de Deuda (TRD) Serie I en Unidades Indexadas (UI) por 343.320.000, y TRD Serie II en USD por 5.966.000. La Serie I en UI a una tasa de interés lineal anual del 5,5%, y la Serie II en USD a una tasa de interés lineal anual del 5,8%. Los pagos a los TRD serán variables en función de los flujos recibidos de los créditos subyacentes por lo cual el plazo de los TRD será variable con un máximo de 30 años. Adicionalmente, en garantía de las contribuciones que deben pagar las Empresas Participantes al Fondo, se encuentran los subsidios a pagar por la IMM a las Empresas.

### Antecedentes

El presente fideicomiso representara la segunda edición del Fondo, dado que en noviembre del 2005 se emitió el Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo I, cuya cancelación está prevista para setiembre del 2011. El 18 de diciembre de 2003, el decreto N° 30.598 de la Junta Departamental de Montevideo creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Urbano de Montevideo (el "Fondo") con destino a: i) cancelar pasivos financieros de las empresas de transporte; y ii) cancelar deudas que fueran contraídas por el Fondo para atender el objetivo anterior. El Fondo se financiará mediante una contribución a cargo de las empresas que tengan actualmente el permiso o concesión de servicios de transporte urbano de pasajeros por parte de la IMM que decidan participar del Fondo y todas aquellas que obtengan el permiso o concesión en el futuro. En el Fideicomiso I participaron dos de las cinco empresas que actúan en el mercado y la contribución fue fijada en un 5% de la recaudación bruta proveniente de la venta total de boletos por los servicios de transporte urbano de pasajeros incluidos los ingresos en concepto de subsidio de la IMM. En el presente Fideicomiso II la contribución fue fijada en un 3% habiendo adherido la totalidad de las empresas que operan en el mercado de transporte de colectivo urbano Montevideo. El Fondo durará hasta que se hayan cumplido con todas las obligaciones que contraiga el mismo en el cumplimiento de su destino. La titularidad y administración del Fondo está a cargo de la IMM, quién verifica el efectivo cumplimiento, por parte de las empresas, de sus obligaciones contra el Fondo. Asimismo, la IMM garantiza 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 la suscripción de los contratos respectivos. Las empresas que poseen actualmente permiso o concesión para operar en Montevideo son: CUTCSA, COETC, UCOT, COME S.A. y RAINCOOP.

## Evaluación

### Riesgo crediticio

En el análisis crediticio se han observados los siguientes riesgos para los TRD.:

Riesgo del mercado de transporte urbano de Montevideo (Venta de boletos): este riesgo se encuentra asociado a la posibilidad de reducciones significativas en el nivel de uso de este medio de transporte en el mediano plazo. En primer lugar, cabe considerar que no se prevén medios alternativos de transporte que reemplacen de manera contundente al transporte urbano de colectivo en el mediano plazo. Si bien el uso de automóviles ha crecido, existe una demanda natural que utiliza el colectivo en forma diaria.

Diversos factores son los que inciden sobre la evolución de los ingresos del sector, como la cantidad de población, el nivel de actividad, nivel de ingreso per cápita, el nivel de empleo, el precio real del boleto y el de los medios de transporte sustitutos, la tasa de motorización, la movilidad y la calidad del servicio. Algunos de los factores mencionados incidieron en forma significativa en el pasado presionando a la baja a la demanda por servicios de transporte colectivo. Por otra parte también es posible que como consecuencia de este proyecto, se procesen cambios cualitativos en el sector (de recorridos, de frecuencias, de tiempos de viaje) que hagan más atractivo el uso del servicio, estimulando su demanda.

A efectos de evitar que los créditos se vean afectados por cambios en el mercado de transporte colectivo en Montevideo, la IMM se comprometió a que el porcentaje de permisos gravados con las contribuciones con relación a los permisos totales del sistema, en todo momento no sea inferior al porcentaje que representen dichos permisos gravados al momento de la emisión por parte del Fideicomiso, con una tolerancia de hasta un 1% menos. Asimismo, la IMM se comprometió, que en caso de ser necesario o conveniente modificar alguno de los permisos ya existentes, tomará en cuenta la participación de las empresas de transporte en el mercado, de forma de no afectar sustancialmente el porcentaje que representen las contribuciones vertidas por las empresas que estaban incluidas inicialmente en el Fondo sobre el total de los ingresos del sistema al momento de la emisión por parte del Fideicomiso.

No obstante ello, las empresas CUTCSA, RAINCOOP, COETC, UCOT y COME, manifestaron su conformidad para participar inicialmente en el Fondo, pero a su vez todas aquellas empresas que obtengan en el futuro alguno de los permisos de las empresas CUTCSA, RAINCOOP, COETC, UCOT y COME, deberán eventualmente aportar la recaudación correspondiente a dichos permisos. En el caso de las empresas CUTCSA, RAINCOOP, COETC, UCOT y COME, estarán gravados todos los permisos que explotan actualmente así como todos los que adquieran en el futuro. Recordamos que actualmente las cinco empresas mencionadas representan la totalidad del mercado de transporte de colectivo urbano de Montevideo.

A los efectos de evaluar el comportamiento de la transacción en un escenario crítico, se utilizó un modelo de flujo de fondos a través del cual se evaluaron distintos escenarios de recaudación. Se consideró además que la tarifa se ajusta y guarda cierta relación estable con la evolución de la UI a lo largo de los años. Bajo ese supuesto se evaluó la sensibilidad del plazo de repago de los instrumentos ante caídas en los niveles de recaudación. Asumiendo que los TRD empiezan a recibir pagos en setiembre del 2011 (fecha estimada de la cancelación de los instrumentos emitidos bajo el Fondo I), en los distintos escenarios planteados se estarían amortizando totalmente, (tanto en UI como en USD), con anterioridad al plazo máximo de 30 años, estimándose entre los 9 y 13 años desde la emisión.

Según información de los últimos 3 años no se está evidenciando una disminución sino por el contrario se observa una estabilidad en torno a los 250 millones de boletos vendidos anualmente.

Riesgo moneda: la recaudación del sector es en pesos. Dado que el boleto se reajusta en base a la fórmula paramétrica de su costo, en la cual inciden el salario, el tipo de cambio y otros índices, el riesgo de descalce se encuentra mitigado al denominar a los instrumentos del fideicomiso en UI ajustable en base al IPC.

Por su parte el riesgo subyacente de la deuda en dólares es relativamente bajo, considerando el tope de 30% en el total de la emisión. Además, en caso de existir un escenario adverso, donde se incremente fuertemente el tipo de cambio y por tanto aumente el stock de la deuda en dólares, la finalización de la serie denominada en UI permitirá canalizar la recaudación hacia el fideicomiso en dólares, reduciendo así el impacto sobre el período de repago.

Riesgo Agente de Retención (Empresas de transporte): cabe la posibilidad de que las empresas obligadas a hacer el aporte, no lo hagan o que desaparezcan.

Por un lado se dispone una auditoría a los efectos de asegurar que se realicen los aportes que correspondan. En caso que una empresa de transporte no aporte la contribución correspondiente en los plazos establecidos, la IMM deducirá las contribuciones no pagadas, más las multas e intereses de mora que correspondan, de los montos que la IMM tenga para abonar a dicha empresa de transporte por concepto de subsidios de boletos. Los montos retenidos de los subsidios por la IMM, serán pagados directamente al patrimonio del Fideicomiso mediante transferencia a la cuenta.

El riesgo de que las empresas de transporte desaparezcan está mitigado por diversas vías. El mecanismo establecido es el de que las contribuciones al Fondo deben realizarse hasta que se cancelen las obligaciones. Todas las empresas que participan en el Fondo van a estar obligadas a aportar su contribución hasta el momento en que se cancelen las deudas con el Fideicomiso, sin importar lo que hayan recibido como beneficio del Fondo. Si una empresa desaparece, la que la sustituya deberá continuar realizando las contribuciones al Fondo.

Riesgo de reducción de la participación de mercado de las empresas participantes: en este Fideicomiso II participaran todas las empresas que actualmente operan en el mercado: CUTCSA y RAINCOOP, COETC, UCOT y COME.

El riesgo de que alguna empresa reduzca su participación se encuentra mitigado ya que ante el traspaso de permisos de estas empresas a otras, las empresas que los adquieren estarán obligadas a contribuir por dichos permisos al Fondo. De la misma forma se procederá en caso que desaparezcan estas empresas y sus permisos sean tomados por otras empresas.

Asimismo CUTCSA y RAINCOOP, COETC, UCOT y COME deberán aportar por todos los permisos que explotan actualmente así como todos los que adquieren en el futuro.

Por otra parte, en el análisis se ha considerado un factor importante para la calificación que es el compromiso asumido por la IMM en el Contrato de Fideicomiso, por el cual se obligó a que el porcentaje de permisos gravados con las contribuciones con relación a los permisos totales del sistema, en todo momento no sea inferior al porcentaje que representen dichos permisos gravados al momento de la emisión por parte del Fideicomiso, con una tolerancia de hasta un 1% menos; y que en caso que sea necesario o conveniente modificar alguno de los permisos ya existentes, tomará en cuenta la participación de las empresas de transporte en el mercado, de forma de no afectar sustancialmente el porcentaje que representen las contribuciones vertidas

por las empresas que participan inicialmente en el Fondo en el total de ingresos del sistema al momento de la emisión por parte del Fideicomiso

Riesgo de pagos y político/normativo de la IMM: dado su papel central en la transacción, como Fideicomitente y en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, se ha efectuado un análisis de la IMM, concluyendo que el riesgo analizado se encuentra contemplado en el nivel de calificación de los instrumentos.

La IMM es el centro urbano más importante de Uruguay, concentra más del 40% de la población del país y tiene una gran participación en el PBI nacional. El 95% de la población se asienta en zonas urbanizadas y las actividades principales son las secundarias y terciarias que aportan trabajo a la mayor parte de la población económicamente activa.

Considerando el período 2000-2009, la IMM se ha caracterizado por tener superávit operativo en sus cuentas fiscales, producto de un buen nivel de recaudación de tributos propios y cierto manejo del gasto operativo con relación a los ingresos disponibles de la intendencia.

En cuanto a la estructura de ingresos, la IMM recibe muy pocos fondos de parte del Estado Nacional y aproximadamente, en promedio, el 96.8% son recursos de origen municipal, lo que evidencia una escasa dependencia respecto del Gobierno Central que le permite una mayor flexibilidad en materia de políticas públicas. Analizando las ejecuciones presupuestarias, se observa que las principales fuentes de recursos corrientes de la IMM son los ingresos territoriales (contribución inmobiliaria), los ingresos vehiculares (dentro del cual las patentes constituyen el 80% de este tipo de ingresos) y los ingresos domiciliarios que incluyen la recaudación por la tasa general municipal, tasa que se cobra en contraprestación a los servicios de alumbrado, salubridad y conservación y vigilancia. Con menor participación aparecen otros recursos como ser la recaudación en concepto de contralor de edificaciones o servicios fúnebres, entre otros.

Los ingresos corrientes propios permiten cubrir la totalidad de los gastos de funcionamiento, dentro de los cuales las retribuciones personales representan la mayor participación (alrededor 50% del total de dichos ingresos a diciembre de 2009). El excedente resultante, luego de cubrir las erogaciones corrientes, le han permitido a la IMM financiar parte de las obras públicas, las cuales se fueron ajustando a la coyuntura nacional.

Para el año 2010 en términos generales se estima obtener un resultado del ejercicio positivo a pesar de estar pautados ciertos aumentos en el gasto operativo, sujetos al incremento de precios. Se prevé continuar con el financiamiento a través de las líneas de endeudamiento del BID que permita mantener los niveles de inversión pública.

La mayor parte de la deuda total de la IMM es a largo plazo y con Organismos Multilaterales (BID) y se encuentra relacionada a proyectos específicos de infraestructura. A efectos de cerrar su balance fiscal, la municipalidad depende principalmente de los desembolsos que le proporciona el BID con distintas líneas de financiamiento. Estos aportes, le permiten a la municipalidad mantener un desarrollo de obras públicas continuado y consistente a las necesidades de la población. Cabe aclarar que esta es la principal fuente de financiamiento de la IMM, habiéndose cancelado el total de sus pasivos con entidades financieras. Según lo informado por las autoridades no se prevén variaciones respecto a la financiación actual a través de la incorporación de nuevas formas de financiamiento.

En cuanto al presente Fideicomiso, se destaca que las empresas depositarán

directamente los aportes en la Cuenta del Fideicomiso, sin participación de la IMM.

No obstante dado que el Fondo esta creado bajo decreto de la Junta Departamental, no se puede soslayar el riesgo político y normativo de modificaciones en las reglas de juego, específicamente de modificaciones que estipule la IMM, tanto en relación al Fondo como en relación al subsidio (como ser su eventual reducción o eliminación), lo cual ha sido considerado en la presente calificación a escala nacional la cual esta sujeta al riesgo soberano, y sub-soberano.

Se consideró relevante la definición de los aportes al Fondo como "contribuciones", y la calificación por parte del Decreto de la Junta Departamental, en su artículo 7º, de que "Las contribuciones creadas por este decreto serán consideradas rentas departamentales". En tal carácter, y en función de lo dispuesto por el artículo 48 de la Ley Nº 9.515, las contribuciones al Fondo son inembargables.

Riesgo Fiduciario: está relacionado a la posible debilidad económica (quiebra, concordato, concurso, etc.) que pudiera sobrevenir a la institución que actúe como fiduciario en esta operación.

De acuerdo a lo previsto por la Ley, los activos del Fideicomiso constituyen un patrimonio separado e independiente del patrimonio del Fiduciario. Por tanto, en el supuesto de insolvencia, quiebra o liquidación del Fiduciario, en nada se verán afectados los activos del Fideicomiso, debiéndose en dicho caso designar un nuevo fiduciario para administrar el Fideicomiso.

### Riesgo de estructura

Los pagos correspondientes a las empresas de transporte deben ser realizados dentro de los 25 días corridos del cierre de cada mes, y en caso que alguna o algunas empresas no paguen su contribución, la IMM retendrá y pagará al patrimonio del Fideicomiso dichos montos dentro de los primeros 10 días del mes siguiente.

El hecho de no poder realizar pagos de capital o interés en un determinado período mensual no constituye un incumplimiento bajo las condiciones de los TRD.

### Riesgo de mercado

Ya se ha hecho mención al riesgo del mercado (venta de boletos), como así también se ponderó la supervivencia de este medio de transporte en el mediano plazo, y se aplicó un severo stress a la baja de ingresos del sector.

El riesgo de indexación está mitigado bajo la estructura, dado la porción que eventualmente se emita en USD (por hasta un máximo del 30% del total a emitir), en caso de existir un escenario adverso, donde se incremente fuertemente el tipo de cambio y por tanto aumente el stock de la deuda en dólares, la finalización de la serie denominada en UI permitirá canalizar la recaudación hacia el fideicomiso en dólares, reduciendo así el impacto sobre el período de repago.

### Riesgo legal

Al asignar la calificación crediticia a los instrumentos Fitch Uruguay ha considerado las Opiniones Legales de Ferrere Abogados en su calidad de asesores legales para la emisión de los TRD.

Fitch Uruguay en su análisis tomó en cuenta el Riesgo Político o Normativo, como lo es la posibilidad que durante el transcurso de la vida del TRD, se modifiquen las reglas de juego vigentes al momento en que el inversor decidió la inversión. Se destaca al respecto que este Fondo se encuentra sustentado normativamente bajo un decreto de la Junta Departamental (máximo nivel en el estatuto normativo

municipal) y se estipula asimismo la potestad de la IMM de cederlo. Es más, de acuerdo a lo establecido en el Decreto, la IMM garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas que incidan sobre los Créditos y su correspondiente Garantía, y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el Contrato de Fideicomiso. En particular, la IMM garantiza la estabilidad del artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte Colectivo de Pasajeros, el cual establece que las tarifas de pasajes deberán responder a la realidad del transporte, en base a una ecuación racional para cálculo de las mismas, que garantice el equilibrio económico de las empresas de transporte.

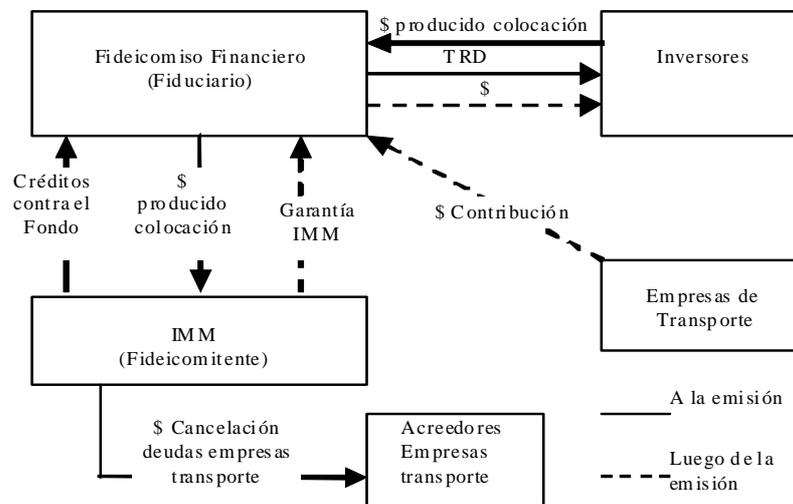
Por último se destaca que se trata de una calificación en escala nacional por lo cual esta sujeta al riesgo soberano, y sub-soberano, lo cual ha sido ponderado al asignar la calificación a los instrumentos del presente fideicomiso.

**Descripción de la estructura**

Por Resolución N° 1522/10 del Intendente Municipal de Montevideo de fecha 15 de abril de 2010, se fijó la contribución a realizar al Fondo, una vez cancelada la cesión de créditos efectuada al fideicomiso “Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo Fideicomiso Financiero”, en un 3%.

Las empresas de transporte aceptaron participar en el Fondo y se obligaron a efectuar la contribución correspondiente a los Créditos, de acuerdo al documento denominado Conformidad de las empresas de transporte.

**ESTRUCTURA DEL FIDEICOMISO**



La IMM, en calidad de Fideicomitente y como administradora del Fondo, celebró el contrato de fideicomiso “Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Urbano de Montevideo II”, por el cual transfirió al patrimonio del Fideicomiso los Créditos, a efectos de obtener financiamiento para las empresas de transporte beneficiarias del Fondo, mediante la emisión de TRD a favor de inversores.

El 4 de mayo de 2010 se firmó un Acuerdo Marco entre las empresas de transporte y la IMM, para la participación de las empresas de transporte en el Fondo, el cual fue posteriormente conformado por las empresas de transporte con fecha 6 de julio 2010.

La IMM en su calidad de administradora del Fondo de Financiamiento del Transporte

Colectivo Urbano de Montevideo y de Fideicomitente, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. como Fiduciario, y DISCOUNT Bank (Latin America) S.A. celebraron un contrato de fideicomiso financiero, por el cual el fideicomitente se obligó a transferir al Fideicomiso "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo" la totalidad de los flujos a percibir por el Fondo, correspondientes a las contribuciones del 3% de la recaudación bruta total de las empresas de transporte por el plazo establecido en el contrato de fideicomiso.

Los fondos obtenidos de la colocación de los TRD emitidos por el Fiduciario contra los bienes transferidos al patrimonio del Fideicomiso, una vez deducidos los gastos y honorarios derivados del contrato, y los fondos para la constitución de un Fondo de Gastos e Impuestos por UI 590.000, se transferirán al Fideicomitente como contraprestación por dicha transferencia. El fideicomitente por su parte distribuirá dichos fondos en función de la participación de cada empresa en la venta de boletos (según el artículo 2 de la Resolución 1522/10).

En este nuevo fideicomiso participan todas las empresas que operan (100% mercado); las cuales se obligaron a efectuar las contribuciones, las cuales comenzaran a hacerse efectivas al momento de cancelarse las obligaciones contraídas bajo el Fideicomiso Financiero I.

En tanto las empresas participantes en el Fideicomiso I (CUTCSA y RAINCOOP), continuaran contribuyendo el 5% para dicho Fondo hasta que el mismo se cancele, y luego pasaran a contribuir el 3% (igual que el resto de las empresas) para el Fideicomiso Financiero II.

Destino de la emisión: El Decreto creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Urbano de Montevideo financiado con las contribuciones que realicen las empresas de transporte, con el objetivo de cancelar pasivos financieros de las empresas de transporte, y cancelar deudas que fueran contraídas por el Fondo para atender el objetivo anterior.

### Descripción de los títulos

El 14.10.2010 se emitieron TRD en dos series, siendo el activo del fideicomiso los créditos contra el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo.

#### Serie I:

Moneda: los TRD se emitieron en Unidades Indexadas (UI), y los pagos se realizarán en pesos uruguayos de acuerdo al valor de la UI de la fecha de pago.

Monto: UI 343.320.000

Garantía: retención de subsidios pagados por la IMM a las empresas de transporte

Periodo de Gracia: desde la Fecha de Emisión y hasta la cancelación de la cesión de los créditos efectuada al fideicomiso "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo Fideicomiso Financiero" de fecha 28 de enero de 2005.

Intereses: el capital de los TRD devengará un interés compensatorio sobre saldos pagadero mensualmente en cada Fecha de Pago, conjuntamente con los pagos de capital, calculado a una tasa del 5,50% lineal anual en UI. Los intereses que se generen desde la Fecha de Emisión hasta la primer Fecha de Pago que no sean cancelados en dicha Fecha de Pago, serán capitalizados y generarán a su vez intereses sobre dichos montos hasta su cancelación total. De la misma forma se procederá mensualmente, en caso que en una determinada Fecha de Pago no se

cancelen todos los intereses generados hasta dicha Fecha de Pago, capitalizándose el monto de intereses impago.

Amortización de los títulos: comenzarán una vez terminado el Período de Gracia (estipulado como la fecha en que se cancelen los títulos del Fideicomiso I). Los pagos por amortización serán mensuales, variables en función de los Créditos recibidos.

Plazo: variable en función del flujo de fondos cedido. El plazo será el requerido para cancelar la totalidad del importe representado por los TRD, más una tasa de interés lineal anual del 5,5%.

Vencimiento: 30 años.

**Serie II:**

Moneda: los TRD se emitieron en dólares americanos (USD), y los pagos se realizarán en dólares americanos

Monto: USD 5.966.000

Garantía: retención de subsidios pagados por la IMM a las empresas de transporte

Periodo de Gracia: desde la Fecha de Emisión y hasta la cancelación de la cesión de los créditos efectuada al fideicomiso "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo Fideicomiso Financiero" de fecha 28 de enero de 2005.

Intereses: el capital de los TRD devengará un interés compensatorio sobre saldos pagadero mensualmente en cada Fecha de Pago, conjuntamente con los pagos de capital, calculado a una tasa del 5,80% lineal anual en USD. Los intereses que se generen desde la Fecha de Emisión hasta la primer Fecha de Pago que no sean cancelados en dicha Fecha de Pago, serán capitalizados y generarán a su vez intereses sobre dichos montos hasta su cancelación total. De la misma forma se procederá mensualmente, en caso que en una determinada Fecha de Pago no se cancelen todos los intereses generados hasta dicha Fecha de Pago, capitalizándose el monto de intereses impago.

Amortización de los títulos: comenzarán una vez terminado el Período de Gracia (estipulado como la fecha en que se cancelen los títulos del Fideicomiso I). Los pagos por amortización serán mensuales, variables en función de los Créditos recibidos.

Plazo: variable en función del flujo de fondos cedido. El plazo será el requerido para cancelar la totalidad del importe representado por los TRD, más una tasa de interés lineal anual del 5,8%.

Vencimiento: 30 años.

Los créditos recibidos serán destinados al pago de los TRD Series I y II en la misma proporción en que cada Serie participó de la emisión. Dentro de cada Serie los créditos se aplicarán en primer lugar a los intereses generados hasta el momento del pago y el exceso se afectará a la amortización de capital, cuyo detalle deberá explicitarse en cada pago. Una vez cancelados los TRD de una Serie, todos los créditos serán destinados al pago de los TRD de la otra Serie aún vigente.

La calificación asignada aplica a una tasa lineal anual del 5,5% para la Serie I en UI, y del 5,8% para la serie II en USD en el plazo de duración del Fondo (hasta cancelar la totalidad del importe de los TRD según sus términos y condiciones), y no se refiere a pagos mensuales puntuales. La no distribución de fondos en un determinado período mensual, no implicará un evento de incumplimiento bajo los instrumentos.

### Flujo de Fondos

Las empresas de transporte que han decidido participar del Fondo y todas aquellas que obtengan el permiso o concesión en el futuro, se encuentran obligadas a contribuir mensualmente al Fondo el equivalente al 3% de su recaudación bruta total proveniente de la venta de boletos incluidos los montos del subsidio a cargo de la IMM.

La contribución correspondiente al Fondo, determinada por la IMM, deberá ser realizada por cada una de las empresas dentro del plazo de 25 días corridos luego de la finalización del mes al cual corresponden dichas contribuciones.

Los pagos correspondientes a las empresas de transporte deben ser realizados dentro de los 25 días corridos del cierre de cada mes, y en caso que alguna o algunas empresas de transporte no paguen su contribución, la IMM retendrá y pagará al patrimonio del Fideicomiso dichos montos dentro de los primeros 10 días del mes siguiente.

El Fiduciario pagará mensualmente a los Titulares, en el curso del Día Hábil siguiente a la recepción de todos los pagos por parte de las empresas de transporte, y/o el Día Hábil siguiente al pago de la Garantía por parte de la IMM en los casos en que corresponda.

De las sumas que reciba el patrimonio del Fideicomiso por los Créditos y la Garantía, el Fiduciario pagará:

- (i) Comisiones, costos y demás gastos que se encuentran previstos en el Contrato de Fideicomiso.
- (ii) Intereses correspondiente a los TRD.
- (iii) Amortización de Capital correspondiente a los TRD.

### Descripción del Sector

Dentro de los riesgos evaluados se encuentra el análisis del sector Transporte Colectivo de Pasajeros en Montevideo y sus perspectivas. Dado que el aporte se calcula como un porcentaje sobre los ingresos de las empresas intervinientes al inicio reviste importancia hechos tales como la supervivencia en el mediano y largo plazo de este medio de transporte en el ámbito de Montevideo, la posibilidad de medios de transporte sustitutos, así como los cambios en los hábitos de la población, y/o cambios en la participación de las empresas intervinientes sobre el total del mercado.

El transporte colectivo de pasajeros en el Departamento de Montevideo, está estrictamente regulado por la IMM en todos sus aspectos, tanto operativos (líneas y frecuencias), como económicos (subsidijs y tarifa). Se trata de un servicio prestado en carácter de concesión, a través del otorgamiento de permisos por parte de la IMM. Las tarifas son ajustadas semestralmente en base a una estructura "paramétrica" de costos y a las informaciones surgidas de las declaraciones juradas auditadas presentadas por las empresas acerca de la recaudación y de sus costos. Actualmente 5 empresas prestan el servicio: CUTCSA, COME, RAINCOOP, UCOT y COETC, las dos primeras bajo la forma jurídica de sociedades anónimas, y las restantes como cooperativas.

La principal empresa del sector es CUTCSA, con más del 62,5% de la venta de boletos, seguida por COETC, con un 12,5% del mercado, y las restantes 3 empresas con participaciones similares, entre 7% y 10%.

Cabe mencionar que, en los últimos años se ha realizado cambios en el Sistema de

Transporte orientados a mejorar la eficiencia del servicio a los usuarios. Ejemplo de lo mencionado es la implantación del Sistema de Transporte Metropolitano (STM) y el Plan de Movilidad Urbana, los cuales se encuentran en curso actualmente. El STM implica el uso de una tarjeta electrónica para abonar los viajes, posibilitando además el uso de los "multiviajes" y ampliar la oferta de servicios. Se estima la completa implementación para todos los usuarios durante el año 2010.

**Recaudación del Sector**

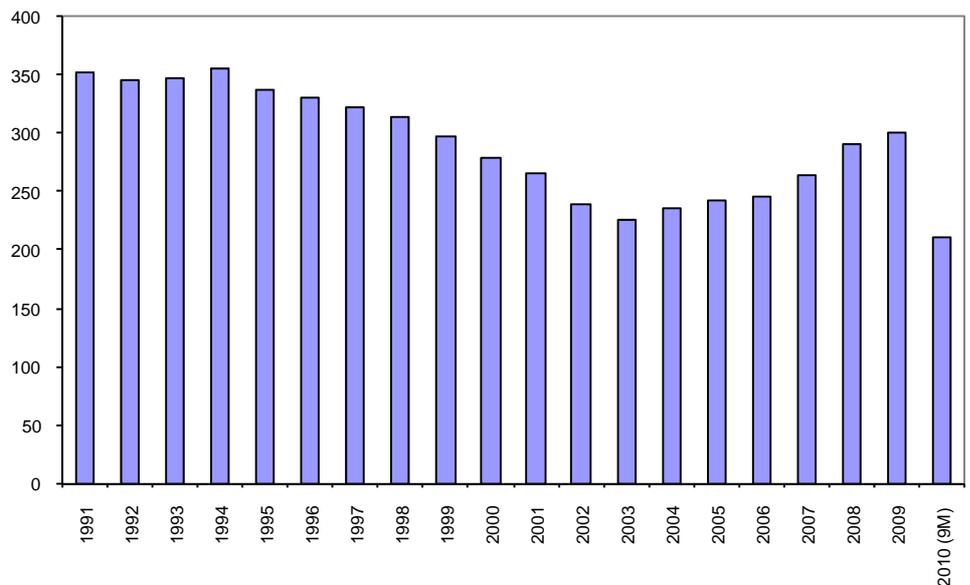
La cantidad de boletos homogéneos emitidos por el sistema es creciente desde el 2003 y se corresponde con el crecimiento de la economía uruguaya. En este sentido, a partir de dicho año los ingresos totales del sector en términos reales toman una senda creciente hasta el año 2006. Luego se introduce el Fideicomiso de Administración del Boleto en noviembre de 2006, con objeto de reducir el costo del gasoil, y el subsidio Ley 18.180 de octubre 2007 para la rebaja del boleto. Ambos instrumentos generan ingresos adicionales a las empresas del sistema y cubren los desfases del precio del boleto respecto a los costos.

La recaudación total del sector se ha mostrado estable en términos reales oscilando en los 180 millones de UI mensuales, en los últimos 5 años, USD 15 millones mensuales aproximadamente. Si descontamos los subsidios y pases libres estas cifras se reducen a UI 167 millones y a USD 12,2 millones respectivamente.

Respecto al subsidio abonado por la IMM, que es la garantía adicional que tienen los instrumentos ante un incumplimiento de las compañías de transporte, se mantuvieron relativamente estables, representando un porcentaje del orden del 9% del total de los ingresos de las empresas.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la cantidad de boletos vendidos en el mercado en el período 2001-2009 y los nueve meses del año 2010:

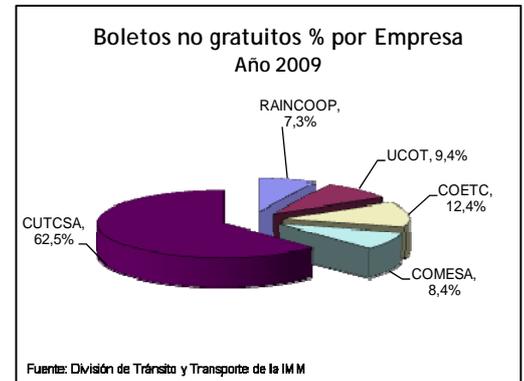
**Cantidad de Boletos no gratuitos - Total mercado**  
(en millones)



Fuente: División de Tránsito y Transporte de la IMM

Los gráficos a continuación muestran la participación de cada empresa en relación a la cantidad de boletos no gratuitos vendidos durante el año 2008, y 2009, donde se

observa que se mantienen las participaciones:



### Antecedentes

Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo: el 18 de diciembre de 2003, el Decreto N° 30.598 de la Junta Departamental de Montevideo creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Urbano de Montevideo (el "Fondo") con destino a: i) cancelar pasivos financieros de las empresas de transporte; y ii) cancelar deudas que fueran contraídas por el Fondo para atender el objetivo anterior.

El Fondo se financiará mediante una contribución a cargo de las empresas que tengan actualmente el permiso o concesión de servicios de transporte urbano de pasajeros por parte de la IMM, que decidan participar del Fondo y todas aquellas que obtengan el permiso o concesión en el futuro. La contribución, fijada por el Decreto N° 30.598 y la Resolución de la IMM N° 1924 de mayo 2004, (modificada por las Resoluciones 2082/04 del 13/5/04 y 3187/05 del 6/7/05) fue del 5% de la recaudación bruta por el total de la venta de boletos por los servicios de transporte urbano de pasajeros incluidos los ingresos en concepto de subsidio de la IMM, y es considerada legalmente como rentas departamentales las cuales son inembargables.

Por Resolución N° 1522/10 del Intendente Municipal de Montevideo de fecha 15 de abril de 2010, se fijó la contribución a realizar al Fondo, una vez cancelada la cesión de créditos efectuada al fideicomiso "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo Fideicomiso Financiero", en un 3%.

Las empresas de transporte aceptaron participar en el Fondo y se obligaron a efectuar la contribución correspondiente a los créditos, de acuerdo al documento denominado conformidad de las empresas de transporte.

El Fondo durará hasta que se hayan cumplido con todas las obligaciones que contraiga el mismo en el cumplimiento de su destino.

La titularidad y administración del Fondo está a cargo de la IMM, quién verifica el efectivo cumplimiento, por parte de las empresas, de sus obligaciones contra el Fondo. Asimismo, en caso que los activos del Fondo sean cedidos, securitizados o afectados en garantía, la IMM garantiza 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 la suscripción de los contratos respectivos.

Empresas Participantes: CUTCSA y RAINCOOP, UCOT; COME S.A. y RAINCOOP.

Titular, administrador del Fondo y Fideicomitente: Intendencia Municipal de Montevideo (IMM).

Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Agente de Custodia y Pago: DISCOUNT BANK (Latin America) S.A.

Agente Fiduciario o Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)

Asesores legales: Ferrere Abogados

**Nota:** el presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

## Dictamen

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. reunido el día 28 de octubre de 2010, confirmo la calificación y asigno Perspectiva Estable a los Títulos representativos de Deuda TRD emitidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II:

Serie I en UI por UI 343.320.000 A+(uy) PE

Serie II en USD por USD 5.966.000 A+(uy) PE

UI: Unidades indexadas PE: Perspectiva Estable

**Categoría A(uy):** "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Nota: Los signos "+" o "-" se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la Categoría a la cual se los añade.

La Perspectiva de calificación indica la probable dirección de cualquier cambio de calificación a lo largo de un período de uno a dos años.

La calificación asignada aplica a una tasa de interés lineal anual del 5,5% para los TRD en UI, y a una tasa lineal anual del 5,8% para los TRD en USD. Las calificaciones no se refieren a pagos mensuales puntuales. La no distribución de fondos en un determinado período mensual, no implicará un evento de incumplimiento bajo los TRD. Los pagos a los TRD serán variables en función de los flujos recibidos de los créditos subyacentes por lo cual el plazo de los TRD será variable con un máximo de 30 años.

Fitch Uruguay ha considerado para sus cálculos y proyecciones la totalidad del mercado de transporte urbano de Montevideo.

Nota: El presente informe debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH RATINGS ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y RESTRICCIONES DE RESPONSABILIDAD. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y RESTRICCIONES DE RESPONSABILIDAD EN EL SIGUIENTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADICIONALMENTE, LAS DEFINICIONES DE LAS CALIFICACIONES Y LOS TÉRMINOS DEL USO DE DICHAS CALIFICACIONES SE ENCUENTRAN DISPONIBLES EN EL SITIO WEB PÚBLICO DE LA CALIFICADORA EN [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS PUBLICADAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO WEB EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA, CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTO DE INTERESES, CONTROL DE COMUNICACIONES ENTRE AFILIADAS, CUMPLIMIENTO DE LAS NORMAS Y OTRAS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS RELEVANTES TAMBIÉN SE ENCUENTRAN DISPONIBLES DESDE LA SECCIÓN DEL CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO WEB.

Copyright © 2010 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Se prohíbe la reproducción total o parcial excepto con consentimiento. Derechos reservados. Toda información contenida en el presente informe se basa en información obtenida de los emisores, otros obligacionistas, underwriters, u otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita ni verifica la veracidad o exactitud de tal información. En consecuencia, la información volcada en este informe se provee como fue recibida, sin representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión de la calidad crediticia de un título. La calificación no releva el riesgo de pérdidas generadas por otros riesgos que no sean crediticios, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe que contenga una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes con relación a la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a discreción de Fitch. Fitch no otorga asesoramiento respecto de inversiones de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación de compra, venta o tenencia de ningún título. Fitch recibe honorarios de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligacionistas y underwriters, por la calificación de los títulos. Dichos honorarios generalmente varían desde US\$ 1.000 hasta US\$ 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por un sólo honorario anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre US\$ 10.000 y US\$ 1.500.000 (u otras monedas aplicables). El otorgamiento, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con ningún tipo de registración ante las autoridades del mercado de valores de los Estados Unidos, el Financial Services Act de 1968 de Gran Bretaña, o las leyes que regulan el mercado de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de los medios electrónicos de publicación y distribución, los informes de Fitch pueden estar disponibles a suscriptores electrónicos hasta tres días antes que para los suscriptores de información impresa.