

Fondo Transporte Colectivo Urbano II

Fideicomiso Financiero
Informe de actualización

Índice	pág.
Calificaciones	1
Resumen de la transacción	1
Factores relevantes de la calificación	1
Evaluación	2
Descripción de la estructura	6
Antecedentes	11
Anexo A: Actualización	12
Anexo B Dictamen de Calificación	13

Calificación

Clase	Monto por	Vencimiento final	Calificación	Perspectiva
TRD Serie I	UI 343.320.000	Oct / 2040 (*)	A+(uy)	Estable
TRD Serie II	USD 5.966.000	Oct / 2040 (*)	A+(uy)	Estable

TRD: Títulos Representativos de Deuda - UI: Unidades Indexadas

(*) 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.

Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Resumen de la transacción

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 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.

Factores relevantes de la calificación

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.

Garantía de los aportes: 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

Sustento normativo: el fondo fue creado mediante un decreto de la Junta Departamental, donde ya se estipulaba 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.

Sensibilidad de la calificación

Las calificaciones se pueden ver negativamente afectadas en caso de reducciones significativas en el nivel de uso del transporte urbano de Montevideo (venta de boletos) en el mediano plazo..

Analistas

Eduardo D'Orazio
Director senior
+54 11 5235-8145
eduardo.dorazio@fitchratings.com

Cinta Defranceschi
Director
+54 11 5235-8143
cintia.defranceschi@fitchratings.com

Evaluación

Riesgo Crediticio

Modelo, aplicación de metodología e información: la metodología de calificación utilizada se encuentra plasmada en los siguientes criterios: Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas del 19 de junio de 2013, y Criterio de Calificación de Securitizaciones de Flujos Futuros del 18 de Junio 2013, disponibles en nuestra página web www.fitchratings.com.

Se han observados los siguientes riesgos para los TD.:

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 proveen 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 considero 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 octubre del 2011 (luego de cancelados los instrumentos emitidos bajo el Fondo I), en los distintos escenarios planteados se estarían amortizando totalmente, (tanto en

Criterios relacionados

[Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas, 19 de junio de 2013](#)

[Criterio de Calificación de Securitizaciones de Flujos Futuros 18 de Junio 2013](#)

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 280 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 contribuye en aproximadamente un 60% al 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. Analizando los indicadores sociales y demográficos de la municipalidad se puede afirmar, que en términos relativos, son de bajo riesgo. El ingreso mensual medio de los hogares de Montevideo representa aproximadamente 1,2 veces el ingreso medio del total del país.

Considerando el período 2007-2011, 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 el año 2011 se observa cierto recupero de la generación del ahorro operacional, es decir el flujo libre para servir una deuda y/o realizar inversión (18,4% de los ingresos corrientes en el 2011 vs. 16,1% en el 2010). Esto se explica por una mejora nominal en los ingresos corrientes del 17,2% versus un crecimiento más moderado del gasto operacional del orden del 11,4%. Fitch considera que la IMM cuenta con niveles de ahorro operacional adecuados y entiende es un desafío para la actual administración se mantengan estables en los próximos años, dentro un contexto de continuas demandas de servicios sociales por un crecimiento del poder adquisitivo de la población.

En cuanto a la estructura de ingresos, la IMM recibe muy pocos fondos de parte del Estado Nacional, representaron un 8,8% en el año 2011. El hecho de que el 91,2% de la recaudación de la municipalidad sea de origen propio, permite afirmar que existe una escasa dependencia respecto de las transferencias del Gobierno Central, por lo cual la IMM cuenta con una mayor flexibilidad en materia de políticas públicas.

Los recursos propios de la IMM se explican principalmente por la contribución inmobiliaria (32,2%), los ingresos vehiculares (25%) de los cuales las patentes constituyen el 80% de este tipo de ingresos y los ingresos domiciliarios (17,3%). Con menor participación aparecen otros recursos como ser la recaudación en concepto de contralor de edificaciones o servicios fúnebres, entre otros.

Los ingresos corrientes permiten cubrir más de la totalidad de los gastos de funcionamiento, siendo el de mayor peso el gasto en personal (50% de los ingresos corrientes en diciembre de 2011). En consecuencia, la IMM ha podido financiar con el excedente operativo parte de las obras públicas de la ciudad y en los últimos cinco años, la participación de la inversión en los ingresos corrientes se ha incrementado (29% en el 2011 versus el 12,5% en el 2007). Sin embargo, gran parte de la inversión pública se sostiene a través de líneas de endeudamiento con el BID.

A diciembre de 2011, la deuda total del IMM representaba 35% de los ingresos corrientes de dicho año, con un adecuado perfil de vencimientos. La mayor parte de la deuda es a largo plazo y con Organismos Multilaterales de Crédito 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 casi en su totalidad los 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. Las prioridades en materia de obra pública están dadas en la movilidad urbana, limpieza de la ciudad, obras de saneamiento y otras obras de envergadura.

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 está 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: Hace relación 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 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 hecho de no poder realizar pagos de capital o interés en un determinado período mensual no constituye un incumplimiento bajo las condiciones de los TD.

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.

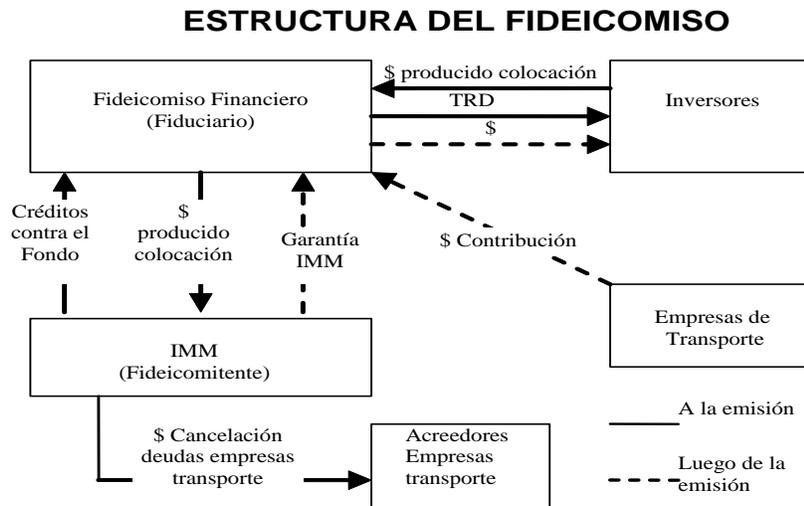
Fitch Uruguay en su análisis tomó en cuenta el Riesgo Político o Normativo, como lo es la posibilidad que durante el transcurso de la vida del TRD, se modifiquen las reglas de juego vigentes al momento en que el inversor decidió la inversión. Se destaca al respecto que este Fondo se encuentra sustentado 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 Nº 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.



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 firmo 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 60% de la venta de boletos, seguida por COETC, con un 12% 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.

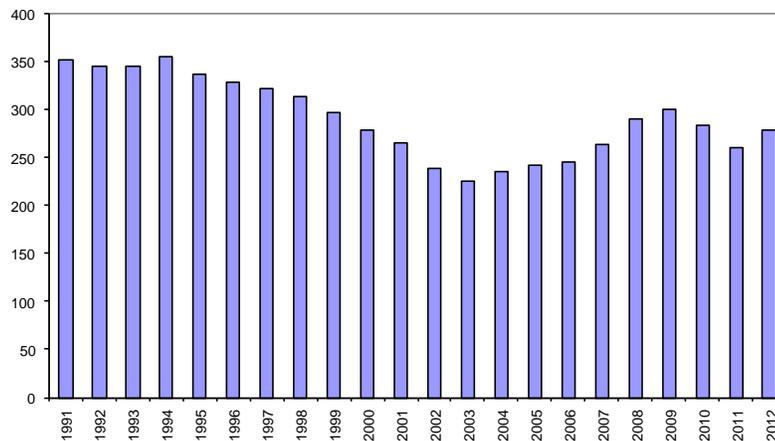
Recaudación del sector

La cantidad de boletos no gratuitos vendidos se ha mantenido en un promedio en torno a los 280 millones anuales en los últimos 5 años. En tanto la recaudación mensual se ha mantenido en torno a los USD 21 millones .

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 hasta diciembre 2012, representando un porcentaje del orden del 7% 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 1991-2012.

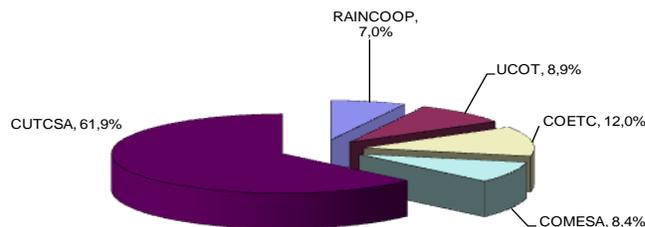
Cantidad de Boletos no gratuitos - Total mercado
(en millones)



Fuente: División de Tránsito y Transporte de la IMM

El siguiente gráfico muestra la participación de cada empresa en relación a la cantidad de boletos no gratuitos vendidos durante 2012.

Boletos no gratuitos % por Empresa
Año 2012



Fuente: División de Tránsito y Transporte de la IMM

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 la 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.

Anexo A. Actualización

A continuación se presenta la recaudación mensual bruta de las empresas de transporte intervinientes en la transacción, y la correspondiente contribución del 3%.

Mes	RAINCOOP	UCOT	COETC	COMESA	CUTCSA	Total	Contribución
Set -11	30.236.440	37.527.109	51.154.833	37.295.293	264.278.618	420.492.293	12.614.769
oct-11	32.169.673	39.991.353	54.324.377	38.593.076	270.024.173	435.102.651	13.053.080
nov-11	31.090.306	38.233.036	52.052.648	36.978.369	267.044.957	425.399.316	12.761.979
dic-11	31.090.306	38.233.036	52.052.648	36.978.369	267.044.957	425.399.316	12.761.979
ene-12	31.090.306	38.233.036	52.052.648	36.978.369	267.044.957	425.399.316	12.761.979
feb-12	31.090.306	38.233.036	52.052.648	36.978.369	267.044.957	425.399.316	12.761.979
mar-12	34.131.110	41.019.903	57.176.588	41.073.795	292.079.626	465.481.022	10.827.274
abr-12	27.911.699	35.733.518	47.771.584	34.749.600	243.213.704	389.380.106	11.681.403
may-12	32.784.380	38.999.753	53.267.397	38.733.169	272.950.663	436.735.362	13.102.061
jun-12	31.073.524	37.940.679	50.955.622	37.496.298	262.680.667	420.146.790	12.604.404
jul-12	29.930.800	37.171.731	50.021.260	36.715.766	256.906.730	410.746.286	12.322.389
ago-12	32.337.789	39.160.907	51.009.846	39.003.702	274.280.429	435.792.673	13.073.780
sep-12	32.337.789	39.160.907	51.009.846	39.003.702	274.280.429	435.792.673	13.073.780
oct-12	33.079.863	40.770.896	54.167.963	40.321.638	283.680.693	452.021.052	13.560.632
nov-12	31.901.536	40.416.081	53.695.250	40.258.159	281.391.978	447.663.004	13.429.890
dic-12	29.421.698	38.432.902	51.190.828	39.536.056	271.570.507	430.151.991	12.904.560
ene-13	27.084.749	35.474.142	47.505.751	35.389.014	246.585.253	392.038.908	11.761.167
feb-13	25.820.170	35.382.449	46.458.589	34.565.035	242.250.998	384.477.241	11.534.317
mar-13	29.329.680	39.362.575	51.654.998	39.081.355	275.299.018	434.727.625	13.041.829
abr-13	32.468.306	40.378.878	54.584.110	40.512.716	286.722.286	454.666.297	13.639.989
may-13	32.468.306	40.378.878	54.584.110	40.512.716	286.722.286	454.666.297	13.639.989
jun-13	31.065.915	38.782.364	52.701.096	38.855.128	274.507.962	435.912.465	13.077.374
jul-13	31.587.157	38.101.485	52.636.575	39.473.102	277.723.904	439.522.224	13.185.667
ago-13	32.933.704	41.393.249	55.758.736	41.291.854	296.117.932	467.495.474	14.024.864

Nota: según establece el contrato del fideicomiso, llegado el plazo de informar los montos que deberán contribuir las empresas al fondo, no se tenga la información correspondiente, se deberán realizar mismas contribuciones al fondo que las realizadas el mes anterior.

En el siguiente Cuadro se muestran los pagos efectuados a los Inversores hasta octubre 2013. Dado que los instrumentos habiéndose emitidos en octubre del 2010 comenzaron a recibir pagos en octubre del 2011 (luego de cancelados en su totalidad los instrumentos emitidos bajo el "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo Fideicomiso Financiero" de fecha 28 de enero de 2005), los Valores Residuales que figuran en el Cuadro consideran la capitalización de los intereses durante dicho período de gracia.

Periodo	Pago a Inversores Serie I	Pago a Inversores Serie II	Fecha de pago	Valor Residual Serie I	Valor Residual Serie II
	Pesos UYU	USD		UI	USD
sep-11	7.908.849	65.569	27-oct-11	359.429.921	6.258.954
oct-11	14.152.304	115.412	29-nov-11	355.104.082	6.176.819
nov-11	10.691.046	87.394	28-dic-11	352.061.621	6.118.284
dic-11	10.901.066	90.814	27-ene-12	348.997.070	6.057.041
ene-12	10.656.362	90.262	29-feb-12	346.220.430	5.998.982
feb-12	10.901.245	91.247	27-mar-12	343.199.816	5.936.730
mar-12	9.142.688	75.274	27-abr-12	340.945.661	5.890.150
abr-12	9.987.525	80.247	29-may-12	338.364.816	5.838.373
may-12	11.132.855	82.766	27-jun-12	335.318.530	5.783.826
jun-12	10.776.684	81.459	27-jul-12	332.419.462	5.730.321
jul-12	10.535.563	79.718	28-ago-12	329.618.818	5.678.300
ago-12	11.130.999	85.949	27-sep-12	326.595.005	5.619.796
sep-12	11.137.359	91.665	29-oct-12	323.607.898	5.555.294
oct-12	11.364.894	94.424	27-nov-12	320.566.139	5.487.720
nov-12	11.280.648	96.022	27-dic-12	317.617.677	5.419.107
dic-12	11.033.316	93.528	29-ene-13	314.684.152	5.351.771
ene-13	9.830.494	84.027	27-feb-13	312.266.666	5.293.611
feb-13	8.830.851	76.242	27-mar-13	310.125.443	5.240.397
mar-13	12.053.157	103.952	29-abr-13	306.998.818	5.163.461
abr-13	11.895.727	99.551	28-may-13	303.798.098	5.088.035
may-13	11.597.256	92.164	27-jun-13	300.713.092	5.019.644
jun-13	11.181.075	85.622	29-jul-13	297.929.136	4.959.901
jul-13	11.273.665	83.370	27-ago-13	294.941.838	4.898.906
ago-13	11.990.440	90.251	27-sep-13	291.805.207	4.832.332
sep-13	11.940.021	90.095	29-oct-13	288.821.016	4.767.151

Anexo B. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de **Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** reunido el día **31 de octubre de 2013**, confirmó la calificación de los Títulos representativos de Deuda (TRD) emitidos por el **Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II**. La Perspectiva es Estable

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.

Informes relacionados

Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas, 19 de junio de 2013
Criterio de Calificación de Securitizaciones de Flujos Futuros, 18 de Junio 2013,
disponibles en www.fitchratings.com.

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

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH. ESTE INFORME NO DEBE CONSIDERARSE UNA PUBLICIDAD, PROPAGANDA, DIFUSIÓN O RECOMENDACIÓN DE LA ENTIDAD PARA ADQUIRIR, VENDER O NEGOCIAR VALORES NEGOCIABLES O DEL INSTRUMENTO OBJETO DE CALIFICACIÓN.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings, 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. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con 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 en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.