

**FONDO DE FINANCIAMIENTO
DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS**

Fideicomiso Financiero
Nueva emisión

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 Descripción de la transacción	12
Anexo B: Dictamen de calificación	13

Calificación

Clase	Monto por	Vencimiento	Calificación	Perspectiva
TRD	UI 210.000.000	Dic/2042	AAA(uy)	Estable

TRD: Títulos Representativos de Deuda - UI: Unidades Indexadas

Fecha de emisión: 17 de diciembre de 2012.

(*) 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 desde emisión.

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

La ley 18.878 estableció la obligación de que cada empresa de transporte contribuya mensualmente al Fondo, el 5% de su recaudación bruta total por los conceptos mencionados. Se encuentran obligadas a realizar la contribución al Fondo, todas las empresas de transporte que participen inicialmente en el Fondo y tengan actualmente el permiso o la concesión respectiva de parte del Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO) para la explotación de los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, y todas aquellas que obtengan en el futuro alguno de los permisos o concesiones de las empresas que participan inicialmente en el Fondo, las cuales deberán aportar por la recaudación correspondiente a dichos permisos o concesiones. Las empresas de transporte que participan inicialmente en el Fondo y que se encuentran obligadas a realizar la contribución son COPSA, CUTCSA, COETC, UCOT, CASANOVA, SOLFY Y RAINCOOP. De acuerdo a lo establecido en el artículo 7 de la ley 18.878, el Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía, y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el contrato de fideicomiso.

Factores relevantes de la calificación

Existencia y evolución del mercado de transporte de colectivo suburbano: Todas las empresas que participan en el Fondo, están 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, el MTO, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 15 de la ley 18.878, comunicará dicha circunstancia al fiduciario del Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006, de 28 de setiembre de 2006, para que éste deduzca las contribuciones no pagadas por dicha empresa más las multas e intereses de mora que correspondan de los montos que el fiduciario tenga para abonar a dicha empresa por ese concepto, y le indicará que pague los montos deducidos directamente al patrimonio del fideicomiso mediante transferencia a la cuenta.

Sustento normativo: el fondo se creó a través de una ley nacional y asimismo de acuerdo a lo establecido en el artículo 7 de la ley 18.878, el Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía, y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el contrato de fideicomiso.

Analista Principal

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

Analista Secundario

Verónica Saló
+54 11 5235-8143
veronica.salo@fitchratings.com

Evaluación

Riesgo Crediticio

Modelo, aplicación de metodología e información: la metodología de calificación utilizada se encuentra en los siguientes criterios: “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas” del 6 de junio de 2012, y “Criterio de Calificación de Securitizaciones de Flujos Futuros” del 19 de Junio 2012, disponibles en nuestra página web www.fitchratings.com.

Se han observados los siguientes riesgos para los TRD:

-Riesgo del mercado de transporte suburbano (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 preveen medios alternativos de transporte que reemplacen de manera contundente al transporte suburbano 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 (recorridos, frecuencias, 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 suburbano de pasajeros, el MTOP se comprometió a que el porcentaje de permisos o concesiones gravadas con las contribuciones con relación a los permisos o concesiones totales del sistema, en ningún momento sea inferior al porcentaje que representen dichos permisos o concesiones gravadas al momento de la emisión por parte del fideicomiso, con una tolerancia de hasta un 1% menos. Asimismo, el MTOP se comprometió a que en caso que sea necesario o conveniente modificar alguno de los permisos o concesiones 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.

De acuerdo a lo establecido en el artículo 7 de la ley 18.878, el Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía, y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el contrato de fideicomiso.

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.

La proyección de la recaudación de las empresas que participan en el fondo por venta de boletos se realizó tomando como base la recaudación de 2011 en Unidades Indexadas (UI) y manteniéndola constante en términos de dicha moneda. Dicha recaudación fue de MM UI 919. Se asumió que se mantiene constante la participación de mercado de las empresas participantes.

A los efectos de realizar el análisis de sensibilidad del período de repago se utilizó una tasa para el inversor de 3,5% anual lineal en UI. La misma surgió de aplicar un spread de un 1% a la CUI a 6 años. La CUI es la curva de rendimientos soberano uruguayos en unidades indexadas.

A continuación se presenta la sensibilidad estimada del período de repago de los Títulos de Deuda en UI sobre los ingresos de las empresas de transporte, considerando los costos del fideicomiso.

Dentro de los egresos se consideraron los siguientes gastos: administración, custodia y pago, auditoría externa, calificación de riesgo y estructuración jurídica y financiera del producto.

La siguiente tabla muestra los distintos escenarios de repago para cada tipo de emisión, según un cambio en la recaudación respecto al escenario base:

Sensibilidad del Período de Repago de los Títulos de Deuda ante variaciones en la recaudación de las empresas participantes	
Variación de la recaudación	Período de Repago en años
-10%	5,8
-5%	5,4
0%	5,2
5%	4,8
10%	4,6

Es importante marcar la importancia de contar con la vigencia del fideicomiso del gasoil (garantía), actualmente vigente hasta el 7 de Diciembre de 2018.

- Riesgo moneda: la recaudación del sector es en pesos, mientras que la emisión es en UI.

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.

- 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.

En caso que una empresa de transporte no aporte la contribución correspondiente en los plazos establecidos, el MTOP, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 15 de la ley 18.878, comunicará dicha circunstancia al fiduciario del Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006, de 28 de setiembre de 2006, para que éste deduzca las contribuciones no pagadas por dicha empresa más las multas e intereses de mora que correspondan de los montos que el fiduciario tenga para abonar a dicha empresa por ese concepto, y le indicará que pague los montos deducidos directamente al patrimonio del fideicomiso 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:

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. Por otra parte, a efectos de evitar que los créditos se vean afectados por cambios en el mercado de transporte suburbano de pasajeros, el MTOP se comprometió a que el porcentaje de permisos o concesiones gravadas con las contribuciones con relación a los permisos o concesiones totales del sistema, en ningún momento sea inferior al porcentaje que representen dichos permisos o concesiones gravadas al momento de la emisión por parte del fideicomiso, con una tolerancia de hasta un 1% menos. Asimismo, el MTOP se comprometió a que en caso que sea necesario o conveniente modificar alguno de los permisos o concesiones 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 normativo

El fondo se creó a través de una Ley nacional y asimismo de acuerdo a lo establecido en el artículo 7 de la ley 18.878, el Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía, y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el contrato de fideicomiso.

- 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

Las contribuciones serán realizadas mediante depósito en la cuenta del fideicomiso, en pesos uruguayos, y deben ser abonadas por las empresas de transporte, dentro del plazo de 25 días corridos luego de la finalización de cada mes. Por su parte los pagos de capital e intereses de los Títulos de Deuda se harán efectivos por parte del agente de custodia y pago en forma mensual en el curso del segundo día hábil siguiente al vigésimo quinto día corrido de cada mes.

En caso que una empresa de transporte no aporte la contribución correspondiente en los plazos establecidos, el MTOP, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 15 de la ley 18.878, comunicará dicha circunstancia al fiduciario del Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006, de 28 de setiembre de 2006, para que éste deduzca las contribuciones no pagadas por dicha empresa más las multas e intereses de mora que correspondan de los montos que el fiduciario tenga para abonar a dicha empresa por ese concepto, y le indicará que pague los montos deducidos directamente al patrimonio del fideicomiso mediante transferencia a la cuenta.

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.

En relación al descalce de moneda 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, este riesgo se encuentra mitigado al denominar a los instrumentos del fideicomiso en UI ajustable en base al IPC.

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. El Estudio se basó en el análisis de la siguiente documentación: i) Ley 18.878 del 29.12.2011; ii) Decreto del Poder Ejecutivo 37/012 del 08.02.2012; iii) Acuerdo marco para la participación en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Montevideo del 23.03.2012; iv) Conformidad de las empresas de transporte del 25.7.2012; v) Contrato de Fideicomiso Financiero del 6.8.2012.

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 una Ley de la Nación y un Decreto del Poder Ejecutivo.

Es más, de acuerdo a lo establecido en el contrato de fideicomiso, el MTOP se comprometió a que el porcentaje de permisos o concesiones gravadas con las contribuciones en relación a los permisos o concesiones del total del sistema, en todo momento no podrá ser inferior al porcentaje que representen dichos permisos o concesiones gravadas al momento de la emisión por parte del fideicomiso, con una tolerancia de hasta un 1% menos.

En la opinión legal recibida se destaca que los compromisos asumidos por el MTOP son obligaciones válidas, eficaces y plenamente ejecutables contra el MTOP según sus propios términos.

Por otra parte de acuerdo a lo establecido en la Ley y el Decreto, se encuentran obligadas a aportar al fondo, las empresas permisarias y concesionarias de servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros que decidan participar en el Fondo. Al haber manifestado su conformidad y aceptación para su participación en el fondo, las empresas COPSA, CUTCSA, COETC, UCOT, CASANOVA, SOLFY Y RAINCOOP, se encuentran obligadas a realizar las contribuciones en los términos establecidos en la Ley y el Decreto, y su incumplimiento genera la aplicación del mecanismo de garantía establecido por Ley.

La Opinión establece que las obligaciones asumidas por las empresas son obligaciones válidas, eficaces y plenamente ejecutables contra dichas empresas según sus propios términos y no pueden ser desconocidas por las mismas.

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

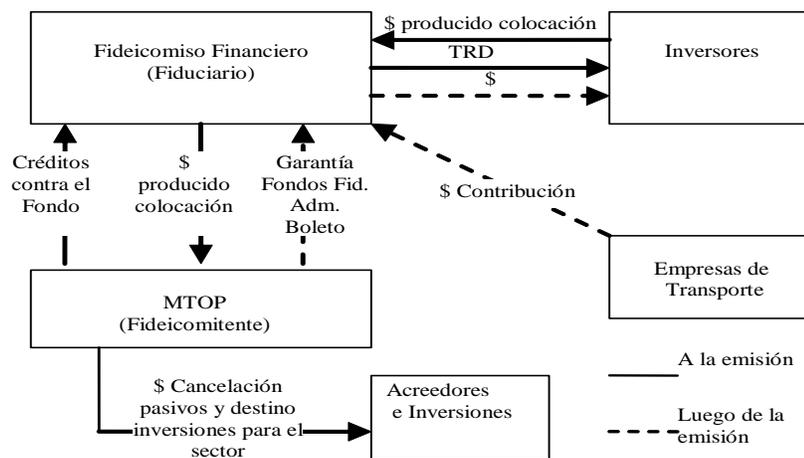
Descripción de la estructura

La ley 18.878 estableció la obligación de que cada empresa de transporte contribuya mensualmente al Fondo, el 5% de su recaudación bruta total por los conceptos mencionados.

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

Los créditos transferidos por el Fondo al patrimonio del fideicomiso corresponden a las contribuciones que las empresas de transporte están obligadas a realizar al Fondo, por el equivalente al 5% de la recaudación bruta total de cada una de las empresas de transporte proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, incluidos los montos correspondientes a los subsidios abonados por la Administración Nacional de Educación Pública, el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006 de 28 de setiembre de 2006, el Ministerio de Economía y Finanzas originado en la Ley 18.180 de 5 de octubre de 2007, así como proveniente de cualquier otro subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

ESTRUCTURA DEL FIDEICOMISO



A efectos de evitar que los créditos se vean afectados por cambios en el mercado de transporte suburbano de pasajeros, el MTO se comprometió a que el porcentaje de permisos o concesiones gravadas con las contribuciones con relación a los permisos o concesiones totales del sistema, en ningún momento sea inferior al porcentaje que representen dichos permisos o concesiones gravadas al momento de la emisión por parte del fideicomiso, con una tolerancia de hasta un 1% menos. Asimismo, el MTO se comprometió a que en caso que sea necesario o conveniente modificar alguno de los permisos o concesiones 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.

De acuerdo a lo establecido en el artículo 7 de la ley 18.878, el Estado garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía, y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el contrato de fideicomiso.

Las contribuciones serán realizadas mediante depósito en la cuenta del fideicomiso, en pesos uruguayos, y deben ser abonadas por las empresas de transporte, dentro del plazo de 25 días corridos luego de la finalización de cada mes.

En caso que una empresa de transporte no aporte la contribución correspondiente en los plazos establecidos, el MTOP, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 15 de la ley 18.878, comunicará dicha circunstancia al fiduciario del Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006, de 28 de setiembre de 2006, para que éste deduzca las contribuciones no pagadas por dicha empresa más las multas e intereses de mora que correspondan de los montos que el fiduciario tenga para abonar a dicha empresa por ese concepto, y le indicará que pague los montos deducidos directamente al patrimonio del fideicomiso mediante transferencia a la cuenta.

Destino de la emisión: obtener fondos para cancelar pasivos financieros de las empresas de transporte, financiar la realización de inversiones necesarias para la prestación de servicio por parte de las empresas de transporte y cancelar deudas que fueran contraídas por el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros para atender los objetivos anteriores.

Descripción de los títulos:

Moneda: Unidades Indexadas (UI).

Monto: UI 210.000.000 (doscientos diez millones de Unidades Indexadas).

Garantía: Retención de subsidios pagados a las empresas de transporte por el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto 347/006.

Intereses: 3,5% lineal anual en UI.

Amortización de los títulos: Mensuales, variables en función de los créditos recibidos. Los pagos 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.

Plazo: Variable en función del flujo de fondos cedido. Los créditos (incluyendo las multas e intereses de mora que correspondan aplicar a las empresas de transporte) y la garantía, fueron cedidos por un plazo suficiente hasta que los titulares recuperen el monto total adeudado por los títulos de deuda emitidos por el fiduciario, y se paguen todos los importes que correspondan de acuerdo a lo establecido en el contrato de fideicomiso.

Vencimiento: 30 años.

Para determinar el monto de la emisión se realizó un relevamiento de las necesidades financieras de las empresas del sector (como era esperable, en su mayoría el destino de los

fondos es la renovación de flota). Este relevamiento se confrontó posteriormente con los montos de emisión compatibles con pagos de 5% o menos de los ingresos.

Se optó, en forma conjunta con las empresas, en fijar el monto de la emisión en UI 230 MM para el caso que participaran del fideicomiso la totalidad de las empresas del sector. Este monto de emisión es consistente con destinar el 5% de los ingresos totales (incluyendo subsidios) al repago de la emisión, durante aproximadamente 6 años. La participación de cada una de las empresas en el Fideicomiso será proporcional a su participación de mercado.

Se realizaron estimaciones de los costos de la emisión a los efectos de considerar el interés de las empresas en la participación del fideicomiso. Todas las empresas consultadas ratificaron su interés de participar del proyecto excepto Tala Pando. De esta forma, el monto emitido fue de UI 210 MM a ser distribuido por empresa, como se muestra en el siguiente cuadro.

	Participación en Ingresos totales 2011 y Montos de Emisión							
	Empresas Participantes							
	Total	Copsa	Cutcsa	Raincoop	Solfy	Ucot	Coetc	Casanova
Participación de Mercado	100%	52,8%	15,1%	6,6%	4,2%	4,8%	9,6%	6,9%
Emisión en UI MM	210	110,8	31,6	13,9	8,9	10,2	20,1	14,6

La calificación asignada aplica a una tasa lineal anual del 6% en UI, 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 contribuciones serán realizadas mediante depósito en la cuenta del fideicomiso, en pesos uruguayos, y deben ser abonadas por las empresas de transporte, dentro del plazo de 25 días corridos luego de la finalización de cada mes.

En caso que una empresa de transporte no aporte la contribución correspondiente en los plazos establecidos, el MTOP, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 15 de la ley 18.878, comunicará dicha circunstancia al fiduciario del Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006, de 28 de setiembre de 2006, para que éste deduzca las contribuciones no pagadas por dicha empresa más las multas e intereses de mora que correspondan de los montos que el fiduciario tenga para abonar a dicha empresa por ese concepto, y le indicará que pague los montos deducidos directamente al patrimonio del fideicomiso mediante transferencia a la cuenta.

Los pagos de capital e intereses de los títulos de deuda se harán efectivos por parte del Agente de Custodia y Pago en forma mensual en el curso del segundo día hábil siguiente al vigésimo quinto día corrido de cada mes

De las sumas que reciba el patrimonio del fideicomiso por los créditos y la garantía, el fiduciario pagará:

- (i) Tributos o retenciones que correspondan, las cuales 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

El transporte colectivo de pasajeros en líneas metropolitanas está estrictamente regulado por el Ministerio de Transporte y obras públicas a través de la Dirección Nacional de Transporte en todos sus aspectos, tanto operativos (líneas y frecuencias), como económicos (tarifa).

Se trata de un servicio prestado en carácter de concesión. La Dirección Nacional de Transporte es quien se encarga de estudiar y decidir sobre las propuestas, el Poder Ejecutivo es el que finalmente autoriza la explotación del servicio.

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

El mercado de transporte suburbano está compuesto por 10 empresas de transporte: COPSA, CUTCSA, RAINCOOP, Solfy, UCOT, COETC, Casanova, Tala Pando, San Antonio y CITA, con aproximadamente 560 coches destinados a esta actividad.

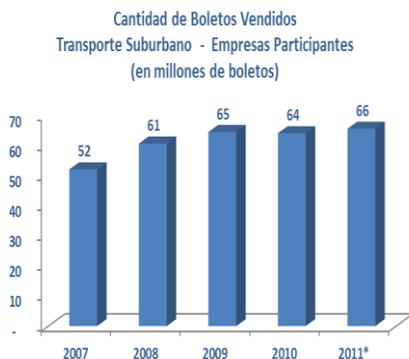
La mayoría de las empresas decidió participar en el presente Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros (FTS), a saber, COPSA, CUTCSA, RAINCOOP, Solfy, UCOT, COETC, Casanova.

La recaudación del sector

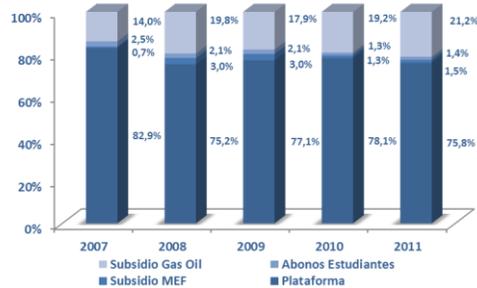
Tanto la cantidad de boletos vendidos como los ingresos totales presentan una evolución creciente, alcanzando en los últimos doce meses cerrados en noviembre de 2011 74 millones de boletos e ingresos totales por UI 1.031 millones. Los ingresos totales corresponden a la venta de boletos, subsidio por abono a estudiantes (Ministerio de Transporte y Obras Públicas), subsidio al boleto (Ministerio de Economía y Finanzas) e ingresos provenientes del fideicomiso del gasoil.

A su vez, las empresas de transporte suburbano mantuvieron una participación relativamente estable tanto en la cantidad de boletos vendidos como en los ingresos totales. COPSA, CUTCSA, Tala Pando y COETC concentran el 81% y 78,1% respectivamente.

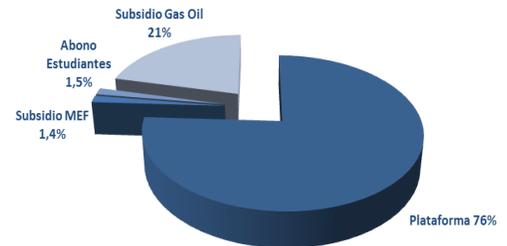
Por otro lado, en cuanto a la estructura de ingresos totales de 2011, los ingresos más relevantes son los de plataforma (76%) siguiéndoles en mayor importancia los ingresos provenientes del fideicomiso del gasoil (21%) y por último los ingresos por abono a estudiantes e ingresos por subsidio al boleto. Esta composición se mantuvo relativamente estable en los últimos años.



Evolución de la Estructura de Ingresos Totales por Tipo



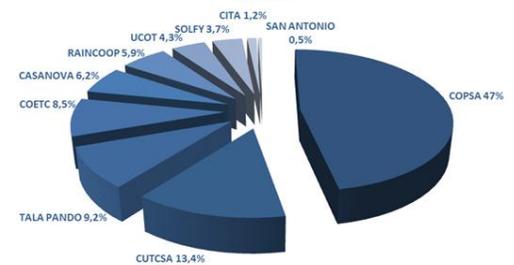
Estructura de Ingresos Año 2011



Participación en los Ingresos Totales Transporte Suburbano

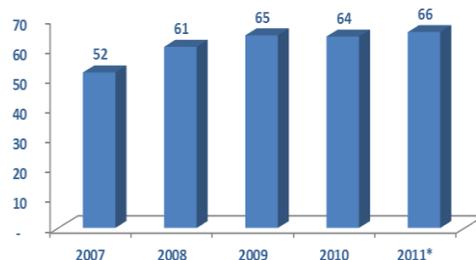
	2007	2008	2009	2010	2011
COPSA	50,8%	49,8%	48,7%	47,8%	47,1%
CUTCSA	11,9%	12,4%	12,9%	13,5%	13,4%
TALA PANDO	8,8%	8,7%	8,6%	9,0%	9,1%
COETC	9,7%	9,2%	9,1%	8,6%	8,5%
CASANOVA	4,1%	5,0%	5,5%	5,9%	6,2%
RAINCOOP	5,5%	5,8%	5,7%	5,6%	5,9%
UCOT	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%
SOLFY	3,8%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%
CITA	0,2%	0,3%	0,7%	0,9%	1,2%
SAN ANTONIO	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

Participación en los Ingresos Totales Año 2011

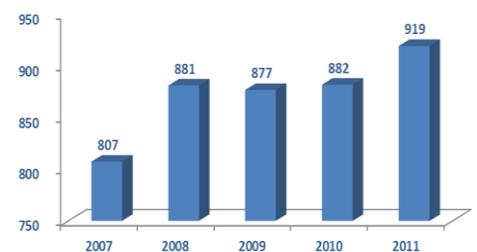


Tanto en la cantidad de boletos vendidos como en los ingresos totales se puede observar la misma evolución creciente que presenta el mercado. En este caso alcanzando en los últimos doce meses cerrados en noviembre de 2011 65 millones de boletos e ingresos totales por UI 907 millones, siendo el 88% y 89% del total del mercado respectivamente.

Cantidad de Boletos Vendidos Transporte Suburbano - Empresas Participantes (en millones de boletos)



Ingresos Totales Suburbanos Empresas Participantes (en millones de UI)



Garantía:

Los ingresos del Fideicomiso de Administración del Boleto (subsidio al gas oil) que funcionan como garantía ante incumplimiento de los aportes de las empresas representaron alrededor del 20% de los ingresos totales de las empresas, tal como lo refleja el siguiente cuadro.

	Estructura de Ingresos Transporte Suburbano					Total	Ingresos Totales Suburbano UI	
	Plataforma	Subsidio MEF	Abonos Estudiantes	Subsidio Gas Oil				
2007	82,9%	0,7%	2,5%	14,0%	100%	2007	890	
2008	75,2%	3,0%	2,1%	19,8%	100%	2008	972	
2009	77,1%	3,0%	2,1%	17,9%	100%	2009	971	
2010	78,1%	1,3%	1,3%	19,2%	100%	2010	984	
2011	75,8%	1,5%	1,4%	21,2%	100%	2011	1.031	

Antecedentes

Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Montevideo: La ley 18.878 estableció la obligación de que cada empresa de transporte contribuya mensualmente al Fondo, el 5% de su recaudación bruta total por los conceptos mencionados. Se encuentran obligadas a realizar la contribución al Fondo, todas las empresas de transporte que participen inicialmente en el Fondo y tengan actualmente el permiso o la concesión respectiva de parte del Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO) para la explotación de los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, y todas aquellas que obtengan en el futuro alguno de los permisos o concesiones de las empresas que participan inicialmente en el Fondo, las cuales deberán aportar por la recaudación correspondiente a dichos permisos o concesiones. Las empresas de transporte que participan inicialmente en el Fondo y que se encuentran obligadas a realizar la contribución son COPSA, CUTCSA, COETC, UCOT, CASANOVA, SOLFY Y RAINCOOP. En el caso de estas empresas, están gravados todos los permisos o concesiones que explotan actualmente así como todos los que adquieran en el futuro.

Los créditos transferidos por el Fondo al patrimonio del fideicomiso corresponden a las contribuciones que las empresas de transporte están obligadas a realizar al Fondo, por el equivalente al 5% de la recaudación bruta total de cada una de las empresas de transporte proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, incluidos los montos correspondientes a los subsidios abonados por la Administración Nacional de Educación Pública, el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto N° 347/006 de 28 de setiembre de 2006, el Ministerio de Economía y Finanzas originado en la Ley 18.180 de 5 de octubre de 2007, así como proveniente de cualquier otro subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

Empresas Participantes: COPSA, CUTCSA, COETC, UCOT, CASANOVA, SOLFY Y RAINCOOP

Titular, administrador del Fondo y Fideicomitente: Ministerio de Transporte y Obras Públicas

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

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

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 B. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de **Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** reunido el día **3 de enero de 2013**, confirmó la categoría AAA(uy) con Perspectiva Estable a los Títulos representativos de Deuda (TRD) por UI 210.000.000 emitidos por el **Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros**. La Perspectiva es Estable.

Categoría AAA(uy): "AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por Fitch Uruguay en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.

Nota: La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

A los efectos de realizar el análisis de sensibilidad del período de repago se utilizó una tasa para el inversor de 3,5% anual lineal en UI. La calificación asignada no refiere 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 suburbano, así como la participación de las empresas adherentes.

Informes relacionados

"Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas" del 6 de junio de 2012

"Criterio de Calificación de Securitizaciones de Flujos Futuros" del 19 de Junio 2012, 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 ESTAN 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 PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2013 por 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. 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 diseminación 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.