

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

Montevideo, marzo de 2024

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II LOS TÍTULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
23	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DE
"FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO SUBURBANO DE PASAJEROS
FIDEICOMISO FINANCIERO II"**
11 - marzo - 2024

Plazo,	variable en función del flujo de fondos cedidos.
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.
Monto:	UI 160.000.000 de Valor Nominal.
Fecha de suscripción:	16 y 17 de julio de 2018
Activo Fideicomitado:	Créditos contra el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, derivados de las contribuciones de las Empresas de Transporte intervinientes y de todas aquellas que obtengan alguna de las concesiones o permisos de éstas en el futuro.
Fideicomitente:	Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTOP).
Amortización:	Mensuales, variables en función de los créditos recibidos. Los pagos se aplicarán en primer lugar a los intereses generados hasta el momento del pago.
Garantía:	Retención de subsidios pagados a las Empresas de Transporte por el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto 347/006.
Tasa:	4,5% lineal anual en UI pagaderos mensualmente.
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Registrante y Representante:	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2025
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	AA. uy
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas

Resumen General

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

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

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

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

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

- El presente fideicomiso se realizó al amparo de la Ley 17.703 y en el proceso de su estructuración se cumplieron las disposiciones legales y reglamentarias en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y poder normativo de los contrayentes, así como de las garantías. Esto fue analizado en profundidad en el informe jurídico que se adjuntara como anexo a la calificación original. En consecuencia no se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda. (Véase Informe Jurídico en www.care.com.uy).
- Una cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión del 5% de la recaudación bruta total que las empresas aportan al Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, regulado por la Ley 18.878 de 29 de diciembre de 2011.
- El Estado garantiza la estabilidad de todas las normas legales y reglamentarias que inciden sobre los créditos y su correspondiente garantía.
- Una garantía adicional a través de la retención por parte del MTOP de los subsidios pagados a las Empresas de Transporte por el Fideicomiso de Administración del Boleto creado en cumplimiento del Decreto 347/006, que garantiza eventuales incumplimientos de alguna de las empresas.
- La administración fiduciaria está a cargo de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos.
- La recaudación bruta del sector se compone de los ingresos por venta de boletos incluidos los abonos, los aportes del Fideicomiso del Boleto, la compensación por gratuidad y los eventuales subsidios del MEF y/o el MTOP. La tendencia de los ingresos brutos que ya venía mostrando en el período 2012-2019 una reducción de un 3,11% anual, sufre a partir del año

2020 una abrupta caída como consecuencia de los efectos de la pandemia sobre el servicio, que luego en parte se recupera en 2022. La recaudación bruta en 2023 fue apenas inferior a la de 2022 (-1,3%), lo que parece mostrar que se habría llegado a un nuevo equilibrio, que quedaría en el entorno de un 17% por debajo de la de 2019, el año previo a la pandemia.

- Como consecuencia de la situación vivida durante la pandemia, el Ministerio de Transporte y Obras Públicas solicitó a los beneficiarios de los títulos de deuda otorgar dos períodos de espera de 6 meses cada uno. La primera entre noviembre de 2020 y abril de 2021 y la segunda entre junio de 2021 y hasta noviembre de 2021; a partir de diciembre de 2021 se retoman los pagos mensuales, que se mantienen hasta la actualidad.
- En 2023 se produjeron algunos atrasos en el aporte de una empresa en varias oportunidades y de una segunda empresa en una oportunidad. Incluso en un caso se debió recurrir a la garantía, lo que confirma la fortaleza del instrumento.
- CARE recalculó en esta oportunidad cual sería el período de repago de los títulos considerando el saldo actual de deuda y algunas alternativas de recaudación para el período que resta. El análisis de sensibilidad supone que el período total para el pago de los títulos sería de entre 6,6 y 6,8 años, desde la emisión; esto implica que se cancelarían entre febrero y abril de 2025. El prospecto de emisión en el escenario base suponía el repago en 4,8 años, el mayor plazo se explica por la reducción en la recaudación producto de la pandemia y los dos períodos de espera acordados. De esta forma, con una razonable extensión en los plazos se cubrirán sin mayores inconvenientes los compromisos de los títulos.
- La emisión se realizó en el mes de julio de 2018 y comenzó a amortizarse con la recaudación del mes de agosto de ese mismo año, y al 31 de diciembre de 2023 se había amortizado el 77,2% del monto total de la emisión.
- Existe un claro compromiso del Estado respecto de los servicios de transporte de pasajeros, que se puede constatar por ejemplo con la existencia del fideicomiso del boleto, de la propia Ley que crea el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros y la asignación de subsidios adicionales que se hicieron operativos por parte del MTOP y del MEF durante 2020 y 2021. En tal sentido, no cabría esperar cambios en las políticas públicas que afecten los ingresos y por lo tanto no se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente los compromisos asumidos en esta operación.
- El primer Fideicomiso ya cancelado logró superar el cierre de una de las empresas intervinientes y dificultades financieras de otra de ellas, lo que muestra la fortaleza del diseño del instrumento. En la misma línea debe considerarse también como una fortaleza del instrumento, que ha superado con cierta flexibilidad los efectos derivados de la pandemia.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos representativos de deuda de oferta pública emitidos por EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en su calidad de fiduciaria del "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II" por un monto total de UI 160.000.000. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte del Ministerio de Transporte y Obras Públicas en su calidad de Fideicomitente, de los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 5% de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, monto destinado a realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y gastos del Fideicomiso, más los importes necesarios para cubrir el pago de gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial que exija la administración y gestión del Fideicomiso.

EF ASSET MANAGEMENT AFISA integra este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada.

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

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

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

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

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

La presente es una emisión de oferta pública, de títulos representativos de deuda escriturales emitidos por EF ASSET MANAGEMENT al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

i. Antecedentes generales

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

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

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

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

Se encuentran obligadas a realizar la contribución al Fondo, todas las Empresas de Transporte que participen inicialmente en el Fondo y tengan actualmente el permiso o la concesión respectiva de parte del MTOP

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

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

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

Los Créditos (incluyendo las multas e intereses de mora que correspondan aplicar a las Empresas de Transporte) y la Garantía, fueron cedidos al fideicomiso por un plazo suficiente hasta que los Titulares recuperen el monto total adeudado por los Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario, y se paguen todos los importes que correspondan de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.

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

El "Fideicomiso del Boleto", fue modificado en la cláusula que refiere a la vigencia del mismo, pasándose a 18 años desde su creación, o sea que vencería recién en diciembre de 2024. Hasta esa fecha estaría ahora vigente la Garantía que respalda el cobro del 5% de la recaudación. La fuente de financiamiento del Fideicomiso del Boleto es el sobreprecio del gasoil, valor que cobra ANCAP y vierte al Fideicomiso. Si bien ese sobreprecio está cuestionado por afectar negativamente el valor de un insumo clave en la producción agropecuaria e industrial, la garantía que genera esa transferencia es firme y está adecuadamente regulada por los artículos 7 y 15 de la Ley 18.878. Si por algún motivo se eliminara ese sobreprecio al combustible (que

está establecido por decreto), el Estado deberá establecer un nuevo recurso para el Fideicomiso del Boleto.

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

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

Desde el mes de agosto de 2018 y durante todo el año 2019 se fue cumpliendo sin contratiempos los pagos por parte del fideicomiso a los inversores. Se verificaron incumplimientos en algunos meses de una importante empresa, pero se ejecutaron las garantías y no hubo inconvenientes para el pago de los títulos, que hasta diciembre de 2019 se venían amortizando de acuerdo a las previsiones del Prospecto.

El 13 de marzo de 2020, ante la aparición de los primeros casos de coronavirus en el país, el gobierno declara a través del decreto 93/020 el estado de emergencia sanitaria nacional, y con ello se toman diversas medidas con el objetivo de reducir la movilidad de las personas. Estas medidas, con mayor o menor profundidad se mantuvieron durante buena parte de 2020 y 2021, y trajeron como consecuencia un muy fuerte impacto sobre las ventas de boletos. El efecto sobre las empresas de transporte fue muy importante, los ingresos cayeron fuertemente pero los costos no pudieron acompañar esa tendencia ya que era necesario mantener el servicio funcionando.

Los ingresos totales de las empresas, que incluyen la venta de boletos y los abonos, los aportes del Fideicomiso del Boleto, la compensación por gratuidad y el subsidio del MEF, cayeron en el año 2020 un 25,8% en UI respecto de 2019. La recaudación por concepto de venta de boletos cayó un 32,2% en ese mismo período. Durante el 2020, al componente ingresos se agrega un subsidio por emergencia sanitaria por parte del MTOP, en los meses de octubre y junio que ascendió a un 24,24 millones de UI.

Como consecuencia de esta situación de fuerte caída en la recaudación, el Ministerio de Transporte y Obras Públicas solicitó a los beneficiarios de los títulos de deuda otorgar dos períodos de espera, de 6 meses cada uno. En la asamblea del titulares del 18 de noviembre de 2020, con la participación del 100% de los beneficiarios de los títulos se aprobó otorgar la primer espera solicitada a partir de los pagos de noviembre de 2020 y hasta el pago del mes de abril de 2021 incluido, debiéndose retomar los pagos por parte de las empresas de transporte a partir de mayo de 2021. El 24 de junio de 2021, se realiza una nueva asamblea para acordar un segundo período de espera, en este caso desde junio hasta noviembre de 2021 inclusive, retomándose los pagos en diciembre de 2021. Los intereses generados en ambas prórrogas se capitalizaron al final de cada uno de los períodos y pagarán intereses hasta su cancelación. De esta forma hubo solamente en el año 2021 dos pagos, en mayo y en diciembre.

En 2020, una empresa no pudo hacer los aportes correspondientes y por lo tanto se utilizó la garantía y otras dos empresas pagaron fuera de fecha. Ninguna de estas situaciones impidió el pago de los títulos de acuerdo a lo previsto.

Durante 2022, el nivel de actividad se recupera sensiblemente, pero se mantiene un 16% por debajo de lo recaudado en el año previo a la pandemia. A partir de ese año y hasta la fecha se procede a la amortización de los títulos de acuerdo a lo establecido en el contrato de fideicomiso.

ii. Hechos salientes del período

Los ingresos totales de las empresas en 2023, que incluyen la venta de boletos, los abonos, los aportes del Fideicomiso del Boleto, la compensación por gratuidad y el subsidio del MEF, estuvieron un 1,3% por debajo del año anterior. Esta caída se observa a pesar de que hubo un aumento en la recaudación por boletos (2,9%) y en la venta de abonos (18,6%), ya que hubo un menor monto del subsidio del boleto (-10,2%), explicado seguramente por la reducción del precio del gasoil, y no hubo subsidios específicos del MEF o del MTOP.

Cuadro 1.- Recaudación bruta total de las Empresas de Transporte Intervinientes en UI						
	Recaudación Boletos	Abonos	Fideicomiso del Boleto	Otros subsidios MTOP/MEF	Compensación traslados	Total de Empresas intervinientes
Ingresos 2021	361.819.859	39.278.275	138.278.481	28.377.779	1.261.279	569.015.673
Ingresos 2022	436.212.964	45.958.662	172.545.805	11.775.177	377.187	666.869.796
Ingresos 2023	448.745.492	54.516.038	154.867.329	-	-	658.128.860
Variación 23/22	2,9%	18,6%	-10,2%	-100,0%	-100,0%	-1,3%
Porcentaje 2023	68%	8%	24%	0%	0%	100%

Fuente: CARE en base a información del MTOP.

Todo parece indicar que el sector habría alcanzado ya su nuevo equilibrio, que deja la recaudación bruta casi un 17% por debajo de la verificada en 2019.

El saldo de títulos de deuda al 31 de diciembre de 2023 es de 36,5 millones de UI, lo que indica que se ha amortizado un 77,2% del total emitido en 2018.

La principal empresa de transporte interdepartamental depositó fuera de plazo en los meses de abril, noviembre y diciembre. Además en mayo no hizo el depósito de ese mes y se ejecutó la garantía. Otra empresa de menor porte depositó fuera de plazo en el mes de diciembre. Estos incumplimientos no generaron problemas para el pago de los títulos, ya que en el peor de los casos se cobró la garantía con las multas y recargos correspondientes.

iii. Información analizada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/6/2023².
- o Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2023³.
- o Informe de contribuciones recibidas y pagos a los inversores.
- o Ingresos brutos de las empresas de transporte y evolución de las ventas de boletos.

². Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2023 se prefiere, por considerarlos más representativos, los EE. CC al cierre del primer semestre

³. CARE debe aún recibir versión definitiva.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario adquiridos por los beneficiarios, en oferta pública. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de derechos de crédito transferidos por el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros al patrimonio del Fideicomiso. Estos créditos corresponden al 5% de la recaudación bruta total de cada una de las empresas de transporte, proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo suburbano de pasajeros, y de los montos correspondientes a los subsidios abonados por la Administración Nacional de Educación Pública, por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas, por el Fideicomiso de Administración del Boleto, por el Ministerio de Economía y Finanzas, así como proveniente de cualquier otro sistema de subsidio o compensación similar que pudiera establecerse en el futuro.

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

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

Análisis Jurídico

Se trata de la cesión de un flujo creado por una ley, en donde intervienen un número importante de empresas de transporte y el Estado, motivo por el cual se deben realizar una serie de contratos que generan diversos compromisos. En este sentido, el análisis jurídico es básico para calificar los riesgos del negocio financiero.

⁴ Este concepto fue previsto en el Contrato ya que se preveía emitir previo a la cancelación total del primer Fideicomiso. Esto no ocurrió, ya que cuando se emitió se habían cancelado totalmente los Títulos de Deuda emitidos en el Fondo del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo se adjuntó en la calificación original. El mismo destacaba los siguientes aspectos:

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

Luego de analizar el funcionamiento del Fondo, de su securitización así como del funcionamiento de la garantía, el informe culmina señalando:

“En conclusión, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos estructurales asociados al proceso de emisión.”

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En función de los análisis realizados y tratándose de una segunda operación se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *casi nulo*.

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC. intermedios al 30 de junio de 2023 sigue mostrando una firme situación de solvencia.

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

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

Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	22.460	26.974	18.989
Activo no Corriente	234.787	245.533	281.068
Total Activo	257.247	272.507	300.057
Pasivo Corriente	39.398	43.807	33.484
Pasivo no Corriente	192.631	204.187	230.681
Total Pasivo	232.029	247.994	264.165
Patrimonio	25.218	24.512	35.891
Total Pasivo y Patrimonio	257.247	272.507	300.057
Razon Corriente	0,57	0,62	0,57

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del semestre muestran una recuperación importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingresos Operativos	41.150	39.409	80.546
Gastos Adm. y Vtas.	(32.680)	(30.976)	(66.556)
Resultado Operativo	8.471	8.433	13.990
Resultados Financieros	(6.966)	(20.984)	(28.054)
Resultados antes de impuestos	1.505	(12.551)	(14.064)
IRAE	(799)	(87)	2.685
Resultado del período	706	(12.638)	(11.379)
Res Operativos/Ingresos	20,59%	21,40%	17,37%
Res Ejercicio/Ingresos	1,72%	-32,07%	-14,13%

Fuente: EE.CC de EFAM

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su continuidad como administrador fiduciario.

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

El Fideicomiso

Mediante contrato celebrado el 20 de marzo de 2018 y su posterior modificación el 23 de mayo del mismo año, se constituyó el "Fideicomiso Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros Fideicomiso Financiero II".

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

Como consecuencia de la crisis sanitaria, la Asamblea de Titulares con fecha 18/11/2020 otorgó una prórroga de 6 meses para el pago de las cuotas de amortización e intereses de los títulos. El BCU consideró que lo aprobado no constituye una modificación del contrato de fideicomiso y resuelve su inscripción en el Registro del Mercado de Valores según Resolución No RR-SSF-2020-756 de fecha 25/11/2020. Posteriormente, la Asamblea con fecha 24/6/2021, volvió a otorgar una nueva prórroga por el mismo periodo.

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

Al haberse cancelado la operación anterior, condición establecida para comenzar la amortización de la presente, esta comenzó al mes siguiente de su emisión, es decir en agosto de 2018.

Los saldos financieros del Fideicomiso al 31/12/2023 se informan en forma resumida en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles \$)			
Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	185.055	167.722	118.151
Activo no Corriente	39.434	197.610	365.019
Total Activo	224.488	365.331	483.170
Pasivo Corriente	185.055	167.722	118.151
Pasivo no Corriente	39.434	197.610	365.019
Total Pasivo	224.488	365.331	483.170
Patrimonio	-	-	-
Total Pasivo y Patrimonio	224.488	365.331	483.170
Razon Corriente	1,00	1,00	1,00

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se destaca que los créditos no tienen vencimiento, sino que los mismos se irán cobrando en función de la recaudación de las empresas de transporte suburbano tal como establece el prospecto del Fideicomiso. En consecuencia, el mismo criterio rige para la cancelación de los títulos emitidos.

En el correr del último año informado, se pagaron por concepto de amortización de TD UI 28.5 millones más los intereses correspondientes. En consecuencia, el saldo de títulos a amortizar al cierre del año 2023 era de UI 36.5 millones. El Fideicomiso está al día con sus obligaciones.

Riesgos Considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de EFAM, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo*.

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente es el flujo futuro de ingresos que se transfiere al fideicomiso financiero, a los efectos que éste cubra sus costos, pague los intereses y vaya amortizando los Títulos de Deuda. En este caso es el 5% de la recaudación bruta total que las empresas aportan al Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Suburbano de Pasajeros, regulado por la Ley 18.878 del 29 de diciembre de 2011, y que tendrá por destino pagar las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

El único elemento que incide en la determinación del monto y en la evolución del flujo de ingresos esperados del fideicomiso es la evolución de la recaudación bruta de las empresas de transporte. Dentro de ésta, la venta de boletos explica la mayor parte de los ingresos (68%) aunque también representa un ingreso significativo los provenientes del Fideicomiso del Boleto (24%), subsidio que proviene del sobreprecio en el valor del gasoil. (cuadro 1).

Luego de la fuerte caída de ingresos durante la pandemia, la recaudación del año 2022 se recuperó significativamente. Los ingresos totales de las empresas en 2022, que incluyen la venta de boletos y los abonos, los aportes del Fideicomiso del Boleto, la compensación por gratuidad y el subsidio del MEF, aumentaron un 17,2% en UI respecto de 2021. Este incremento en la recaudación se explicó en gran medida por los componentes de venta de boletos (+20,6%), venta de abonos (+17%) y el fideicomiso del boleto (+24,8%). Los primeros dos componentes se explican por un mayor nivel de actividad mientras que el tercero también es consecuencia del fuerte incremento que hubo en el precio del gasoil.

Durante el 2023, como ya se comentó, la recaudación estuvo apenas por debajo de 2022 (-1,3%), a pesar de que hubo aumentos en el ítem de venta de boletos (+2,9%) y abonos (+18,6%). Esos aumentos fueron más que compensados con una menor transferencia por concepto del Fideicomiso del Boleto y la inexistencia de subsidios adicionales. De esta forma, la recaudación bruta de 2023 quedó aproximadamente un 17% de lo que fuera la recaudación del año previo a la pandemia (2019). Muy probablemente este parece ser el nuevo nivel de equilibrio.

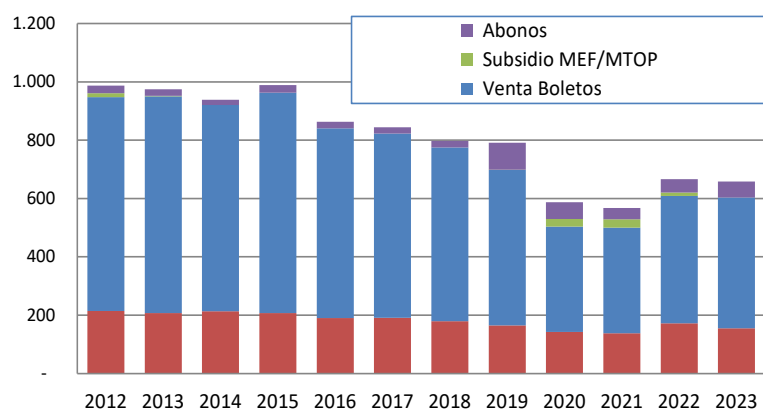
Las empresas del transporte colectivo suburbano de pasajeros que intervienen en este fideicomiso son 8 en total⁵ y en conjunto en el año 2019 tuvieron ingresos por 791 millones de UI, en 2020 éstos alcanzaron a 587 millones, una reducción de un 25,8%, en 2021 fueron de 569 millones, una reducción de 3,1%, en 2022 alcanzaron a los 667 millones, un aumento del 17,2% respecto del año 2021, mientras que en 2023 los ingresos brutos fueron de 658 millones de UI, un 1,3% menos que 2022.

En relación al precio del boleto, al ser éste administrado, por lo general acompaña los costos de los servicios, los cuales se encuentran razonablemente alineados a la inflación.

Los ingresos derivados del Fideicomiso del Boleto, que es la garantía, representaron aproximadamente un 24% de los ingresos totales del sector en el año 2024, por lo que superan ampliamente los compromisos de todas las empresas participantes en el fideicomiso que es del 5%, resultando entonces la garantía ampliamente suficiente.

⁵. Hay una empresa Tala-Pando que no participa.

Gráfica 1.- Ingresos brutos totales de Empresas de Transporte Suburbanas de Pasajeros (Millones de UI)



Fuente: En base a MTOP

a. Evolución de la recaudación y pagos

A partir del mes de agosto de 2018 se empieza a recaudar el 5% de los ingresos brutos de las empresas intervinientes y en consecuencia se pagan mensualmente los intereses generados y los saldos se vuelcan a amortizar los títulos de deuda. En el cuadro siguiente se observa un detalle de los pagos realizados.

Cuadro 5.- Recaudación del Fideicomiso y pago a los inversores en UI

	Recaudación 5%	Amortización	Intereses	Saldo de TD
ago-dic 2018	-	-	-	146.231.583
Año 2019	39.680.285	33.717.823	5.962.462	112.513.760
Año 2020	29.360.369	20.236.624	3.873.851	92.277.136
Año 2021	3.730.614	3.019.179	711.435	93.455.417
Año 2022	33.343.490	28.804.507	3.785.423	65.062.284
Año 2023	31.485.339	28.526.955	2.345.140	36.535.329
TOTAL	137.600.097	114.305.088	16.678.311	

Fuente: El Fiduciario

Como se puede observar en el cuadro, en el año 2020 se amortiza un 40 % menos de lo que se había amortizado en el año anterior, y en el año 2021 apenas el 9% de lo que se amortizó en 2019. Esta caída se explica casi exclusivamente por los períodos de gracia acordados con los beneficiarios. Concretamente en 2021 las amortizaciones realizadas no logran cubrir los intereses que se capitalizan y por lo tanto se cierra el año con más deuda que al inicio (+1,3%).

Durante el 2022 y 2023, la recuperación de la recaudación sumado a la inexistencia de períodos de gracia, determina que se amorticen poco más de 57 millones de UI.

El saldo de títulos de deuda al 31 de diciembre de 2023 era de unos 36,5 millones de UI, por lo que resulta razonable suponer que en poco más de un año (a partir de enero 2024), se cancelen la totalidad de los títulos.

b. Estimación del período de repago y sensibilizaciones

En el escenario base, el Prospecto Original presentado a CARE por parte del estructurador supuso una tasa de interés del 5,2% en UI, y una reducción anual en los ingresos brutos del 3,33%. Bajo esos supuestos, los títulos de deuda se cancelarían en 4 años y 10 meses. Si bien la tasa de interés a la que se colocaron los títulos de deuda fue más baja que la esperada en el escenario base (4,5%), la reducción de los ingresos ha sido sensiblemente mayor, dado lo ocurrido en 2020 y 2021, de manera que esas proyecciones ya no se cumplirán y será necesario disponer de un mayor plazo que el estimado originalmente.

La proyección original del prospecto y las sensibilizaciones del estructurador y las realizadas por CARE han sido superadas, a la luz de los efectos de la pandemia del Covid 19 sobre los ingresos de las empresas del transporte.

Sobre la base del saldo de títulos de deuda al 31 de diciembre y suponiendo las probables trayectorias de recaudación previstas para 2024, se podría estimar razonablemente el plazo que resta para la cancelación total. La proyección se basa en los siguiente:

- **Nivel de partida.** Se parte de la recaudación real del año 2023, que fue de 658,1 millones de UI y estaría aproximadamente un 17% por debajo de la recaudación de 2019.
- **Evolución de los ingresos de las empresas a partir de enero de 2024.** Se analizan tres posibilidades: un mantenimiento de la recaudación a nivel de 2023, un aumento del 5% y una reducción del 5% para lo que resta del fideicomiso.

Los resultados obtenidos se presentan en el siguiente cuadro:

Cuadro 6: Período de repago estimado			
	Recaudación Anual en MM UI	repago en años desde agosto 2018	Fecha cancelación
Descenso 5%	592,3	6,8	Abr-25
2023	658,1	6,7	Mar-25
Aumento 5%	723,9	6,6	Feb-25

Fuente: CARE

Nota: Refiere al período de repago, desde la fecha de emisión

Esta sensibilización se realizó considerando la realidad de recaudación de 2023 y proyectando los ingresos a partir de enero 2024, en más y en menos 5%.

Dado que queda muy poco plazo para la cancelación total de los títulos, la variación de los ingresos no tiene prácticamente efecto en el alargamiento o acortamiento de los plazos, por lo que muy probablemente el plazo total para su cancelación estará entre 6,6 y 6,8 años. Esto implica que restaría entre 14 y 16 meses a partir de enero de 2024. El prospecto de emisión en el escenario

base suponía el repago en 4,8 años, de esta forma, con una cierta extensión en los plazos, de casi dos años, se cubrirían los compromisos de los títulos.

Riesgos considerados

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

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

V. EL ENTORNO

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

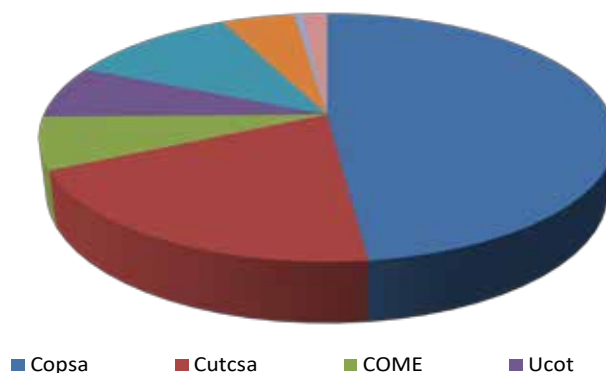
El Mercado

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

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

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

Gráfica 2.- Porcentaje de participación de las empresas en el Fideicomiso



Fuente: En base a datos del MTOP

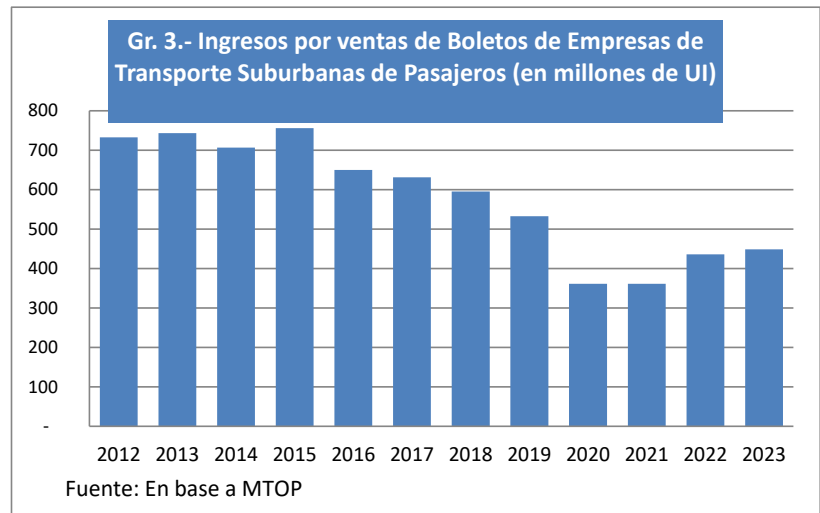
Con respecto a la participación en el mercado de las empresas del transporte suburbano, la misma se ha mantenido estable. Las dos principales empresas, COPSA, y CUTCSA, representaron el 68% del mismo en el año 2023, tomando como base la recaudación del sector.

El ingreso por concepto de venta de boletos llegó a un máximo de 733 millones de UI en el año 2012, y cayó para ubicarse en 533 millones de UI en 2019. En el 2020, producto de la pandemia la venta de boletos apenas fue de 361 millones de UI

y en el 2021 fue de 362 millones de UI. Sin considerar el año 2020, entre 2012 y 2019 la reducción de los ingresos por concepto de ventas de boletos fue de un 4,45% anual.

La reducción de los ingresos que se observa desde 2012 ha sido constante y es probable que sea una tendencia de largo plazo. La pandemia genera una abrupta caída a partir de 2020 muy superior a la tendencia histórica, sin embargo, como se comentó en la sección anterior, ello no implicaría riesgos en la generación de los flujos necesarios para cumplir con los compromisos de los Títulos de Deuda emitidos por el Fideicomiso.

En 2022 se recupera fuertemente la venta de boletos, alcanzando a los 436 millones de UI, un 20,6% más que en 2021 y en 2023 vuelve a crecer pero apenas un 2,4%, por lo que todo parece indicar que ha llegado a su nuevo equilibrio, quedando un 16% por debajo de 2019. Es probable que el mantenimiento del teletrabajo en algunas actividades y el mayor uso del vehículo privado hayan tenido un efecto adicional y afectado la demanda del servicio.



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

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

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

Las políticas públicas

Como ya fuera dicho, el sector del transporte metropolitano de pasajeros se encuentra fuertemente regulado por parte del MTOP, tanto en lo que se refiere a la asignación de las líneas, como al control de las frecuencias y las tarifas. Asimismo es el administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Suburbano de Pasajeros y además quien ejecuta los fondos provenientes del Fideicomiso del Boleto. En este sentido, las decisiones que se tomen a través de las políticas públicas tendrán una incidencia directa sobre el sector.

Hasta el momento, esta fuerte intervención por parte del MTOP no ha sido una debilidad sino más bien una fortaleza del sector. Cabe recordar que ante la crítica situación derivada de la pandemia, el MTOP y el MEF aportaron subsidios directos a las empresas de transporte con recursos que no estaban previstos originalmente.

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

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

Riesgo de políticas públicas: La fuerte regulación del MTOP y la Ley 18.879 de 29 de diciembre de 2011 le da al fideicomiso que se crea un fuerte respaldo institucional y con el compromiso explícito de no modificar las normas que afectan la generación del flujo de ingresos, en ese sentido, *el riesgo es casi nulo*.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, el fiduciario, el activo subyacente y los flujos esperados, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación AA.uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.⁶

Comité de Calificación



Ing. Julio Previo



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

⁶ **CATEGORÍA AA.uy** Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. **Grado de inversión óptimo con observaciones.**