

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO
DE TÍTULOS DE DEUDA
EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO
FINANCIERO DENOMINADO
“FONDO DE FINANCIAMIENTO
DEL TRANSPORTE COLECTIVO
URBANO DE MONTEVIDEO III”**

Montevideo, marzo de 2024

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
11	II LOS TITULOS DE DEUDA
14	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
26	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL FF
"FONDO DE FINANCIAMIENTO DEL TRANSPORTE COLECTIVO URBANO DE MONTEVIDEO III"
15 - marzo - 2024**

Plazo:	variable en función del flujo de fondos cedidos.
Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública
Monto:	UI 225.000.000 de Valor Nominal
Fecha de suscripción:	1 y 2 de octubre de 2018
Activo Fideicomitado:	Créditos contra el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, derivados de las contribuciones de las Empresas de Transporte intervinientes y de todas aquellas que obtengan alguna de las concesiones o permisos de éstas en el futuro.
Fideicomitente:	Intendencia de Montevideo (IM).
Amortización:	Mensuales, variables en función de los créditos recibidos.
Garantía:	Retención de subsidios pagados por la IM a las Empresas de Transporte determinado por Decreto No. 30598, artículos 14 y 15.
Tasa:	4,0% lineal anual en UI
Gracia:	No fue necesario considerar el período de gracia previsto ya que los Títulos de Deuda del FF FTU I se cancelaron antes de la emisión del presente Fideicomiso. En consecuencia se comenzó a amortizar al mes siguiente de realizada la emisión e integración de fondos (noviembre 2018).
Fiduciario y Entidad Registrante:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez.
Vigencia:	30 de abril de 2025
Calificación de riesgo:	AA (uy) ¹
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros

¹ . La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado “Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III” (FTU III) manteniendo la categoría AA.uy de grado inversor.

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

Para alcanzar estos fines se realizó una emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 225.000.000.

Los créditos transferidos por el Fondo al patrimonio del Fideicomiso, en respaldo del repago de los títulos emitidos, corresponden a las contribuciones que las empresas de transporte están obligadas a realizar al Fondo, por el equivalente al 2 % de la recaudación bruta total de cada una de ellas. Esta recaudación se superpone con las contribuciones a los fideicomisos FTU IV y FTU V, que son de 1,5% cada una, llegándose de esta forma al máximo que la norma permite (5%).

En febrero de 2024 se emitieron los títulos de deuda del “Fondo de Financiamiento para la Reconversión Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo I”, que tiene una construcción de muy similares características que el que nos ocupa, para el cual el sector compromete un 1,7% adicional de su recaudación bruta. Estos títulos tienen una garantía diferente, es el Fideicomiso del STM y no los subsidios de la Intendencia como es el caso de los FTU (III, IV y V).

Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:

- El presente fideicomiso se realiza 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. No se advierten riesgos jurídicos que comprometan el pago puntual y total de los títulos de deuda, tal cual fuera analizado en profundidad en el informe jurídico anexo a la calificación original.
- Una cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión del 2% de la recaudación bruta total de las empresas por concepto de venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros, incluyendo los montos correspondientes a subsidios de la Intendencia de Montevideo. La obligación de realizar dichas contribuciones al Fondo fue establecida por Decreto de la Junta Departamental de Montevideo No. 30.598 y su monto fue establecido en el Reglamento del Fondo.

- La IM garantiza el pago de las referidas contribuciones deduciendo las eventuales contribuciones no pagadas, más las multas e intereses de mora que correspondan, de los montos que la IM tenga para abonar a la empresa deudora por concepto de subsidios.
- También la IM (Fideicomitente y regulador del sistema) dispone una serie de sanciones a las empresas que eventualmente incumplan con su obligación de contribución al Fideicomiso que incluso puede llegar a la revocación de permisos.
- La IM garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas (legales y reglamentarias) que inciden sobre los créditos y su correspondiente garantía y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el Contrato de Fideicomiso. En particular, la IM garantiza la estabilidad del artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros el cual establece que las tarifas de pasajes deberán responder a la realidad del transporte, en base a una ecuación racional para el cálculo de las mismas, que garantice el equilibrio económico de las empresas de transporte. Esta disposición minimiza el riesgo político en la fijación de precios.
- Asimismo, la IM se comprometió, ante eventuales cambios en el mercado de transporte colectivo de Montevideo, a que los permisos gravados se mantengan en los términos actuales con una tolerancia máxima de 1%.

Respecto de la Administración y los Flujos proyectados

- La administración fiduciaria está a cargo de EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos.
- La venta de boletos -previo a la pandemia- venía disminuyendo, lo mismo que la recaudación medida en UI; en efecto, en los últimos diez años (hasta 2019), se registraba una caída promedio anual en UI de 1,2% mientras que si se considera un período de 5 años la reducción anual de la recaudación fue del 1,0%. En 2020 y producto de la pandemia la venta de boletos cayó un 37,4%, recuperándose luego en un 5,7% en el año 2021, un 23% en 2022 y un 2,4% en 2023. Por su parte, la recaudación por venta de boletos en UI también tiene un comportamiento muy similar; cae un 28% en 2020 y un 5% en 2021, recuperando un 15% en 2022 y un 4% en 2023. A pesar de la recuperación de la actividad de los últimos años, en 2023 la venta de boletos se mantiene un 16,5% por debajo de 2019 y mientras que los ingresos están un 18% por debajo de los niveles prepandemia.
- Como consecuencia de esta reducción en la recaudación, la Intendencia de Montevideo solicitó a los beneficiarios de los Títulos de Deuda otorgar un nuevo período de espera para el pago de las contribuciones al Fideicomiso entre el mes de abril de 2021 y hasta setiembre de 2021 (el primer período de espera fue en 2020, también entre abril y setiembre). Los pagos se retomaron a partir de octubre de 2021 sin más interrupciones. La reducción en la venta de boletos y los dos períodos de espera acordados incrementarán el plazo de pago original establecido en el prospecto, situación que estaba contemplada en el diseño del instrumento.

- A los efectos de realizar las proyecciones, CARE estima que la recaudación bruta podría crecer un poco más en 2024 para estabilizarse entre un 10 y un 15% de lo que fuera la recaudación de 2019, previo a la pandemia. Con estos supuestos y considerando un mantenimiento de la recaudación a partir de 2025 el periodo de repago de los títulos se estima ahora en 9 años y medio desde la fecha de emisión, lo que sería aproximadamente en abril de 2028. CARE sometió ese flujo esperado a condiciones más adversas de ventas de boletos observándose que con una razonable ampliación de los plazos se cubren sin inconvenientes los compromisos asumidos.

Respecto del entorno

- Todo lo anterior, sumado a operaciones similares respecto al servicio de transporte suburbano, demuestra que existe un claro compromiso del Estado respecto de los servicios de transporte público de pasajeros en general, por lo que no cabría esperar cambios en las políticas públicas que afecten los ingresos.
- Este Fideicomiso tiene varios antecedentes de análoga naturaleza cuyos desempeños no tuvieron inconvenientes. El segundo, iniciado en 2010, se canceló en abril de 2021 y superó exitosamente la contingencia de una empresa que dio quiebra, lo que habla positivamente del diseño de la operación.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos representativos de deuda de oferta pública emitidos por EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en su calidad de fiduciaria del Fideicomiso Financiero denominado "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III" (FTU III) por un monto total de UI 225.000.000. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte de la IM en su calidad de Fideicomitente y titular del Fondo de los derechos de crédito correspondientes a la contribución del 2% de la recaudación bruta total de cada una de las Empresas de Transporte Colectivo Urbano de Pasajeros, monto que se destinará para realizar el repago de todos los Títulos de Deuda y gastos del Fideicomiso, más los importes necesarios para cubrir el pago de gastos, comisiones e impuestos no contemplados en la cesión inicial que exija la administración y gestión del Fideicomiso.

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

Si bien el destino de los fondos obtenidos por la securitización del flujo es, como ya se ha expresado, cancelar pasivos de las empresas intervinientes, la efectiva realización de esto no 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 corresponde².

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 a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada

². Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros..." Punto 3.

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 de contingencias jurídicas se anexó en la calificación original.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

i. Antecedentes generales

- El Decreto de la Junta Departamental (JDM) No. 30.598 de fecha 18/12/2003³ creó el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo⁴.
- El mismo se financia mediante una contribución proveniente de los ingresos brutos de las empresas del transporte colectivo urbano de pasajeros (venta de boletos y subsidios). Dicha contribución se fijó en hasta 5 %.
- Por Resolución 603/18 del IM de fecha 1/2/2018 se fija la contribución a realizar al Fondo en un 2 % de la recaudación bruta total de cada empresa por concepto de venta de boletos.
- Las empresas permisarias aceptaron participar del Fondo lo que se expresa en el documento denominado "Acuerdo Marco para la Participación en el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III" (expediente 2017-4892-98-000035)
- Con fecha 25/4/2018 la IM (Fideicomitente) y EF Asset Management (Fiduciario) convienen celebrar el Contrato de Fideicomiso para el FTU III, que es el que se califica en esta oportunidad.
- Al momento de crearse este Fideicomiso las empresas intervinientes fueron: CUTCSA, COETC, UCOT y COME.
- Existe una garantía adicional para el caso que una empresa de transporte no aporte la contribución correspondiente en los plazos acordados, establecida en el propio Decreto que crea el Fondo, en sus artículos 14 y 15.
- En caso de necesidad, esta garantía opera automáticamente reteniendo la IM los montos de subsidio correspondientes y transfiriéndolos directamente al Fideicomiso.
- Los créditos (incluyendo las multas e intereses de mora que correspondan aplicar a las Empresas de Transporte) y la Garantía, fueron cedidos al fideicomiso por el plazo necesario hasta que los titulares recuperen el monto total adeudado por los títulos de deuda emitidos por el Fiduciario, incluyendo los intereses correspondientes, y se paguen todos los importes que correspondan de acuerdo a lo establecido en el contrato de fideicomiso.

³. En adelante El Decreto

⁴. En adelante El Fondo

- En octubre de 2018 se realizó en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay (BEVSA), la suscripción de los títulos de deuda Fideicomiso Financiero del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III por un monto de UI 225.000.000 (doscientos veinticinco millones de unidades indexadas). Como estaba previsto, con la recaudación del mes de octubre 2018 comenzó el pago de intereses y las amortizaciones de los Títulos (en noviembre de 2018).
- Con fecha 21 de junio de 2019 la IM (Fideicomitente) y EF Asset Management (Fiduciario) convienen celebrar un Contrato de Fideicomiso para llevar adelante un cuarto fideicomiso con una contribución de 1,5% de la recaudación bruta que entraría en vigencia una vez que se cancelaran los títulos de deuda emitidos y todas las demás obligaciones derivadas del fideicomiso "Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo II". Este Fideicomiso (FTU II) se canceló en abril de 2021 y las amortizaciones del cuarto fideicomiso comenzaron en octubre de 2021 al finalizar el segundo período de espera.
- El 10 de agosto de 2020 se firma un nuevo contrato de fideicomiso, el quinto entre la Intendencia de Montevideo y EF Asset Management. Por su parte las empresas de transporte aceptaron participar en el FFTU V y se obligaron a efectuar con una contribución de 1,5% de la recaudación bruta que entró en vigencia al igual que el FFTU IV, una vez cancelados los títulos de deuda emitidos y todas las demás obligaciones derivadas del fideicomiso FFTU II, que ocurrió como ya fue expresado en abril de 2021.
- El Fideicomiso que se califica es la tercer operación que se realizó (aunque de montos distintos), la primera y segunda operación ya fueron canceladas con total éxito. Se estima que este tercer Fideicomiso estará vigente aproximadamente hasta principios de 2028 y tiene una cesión del 2% de la recaudación. La cuarta y la quinta operación establecen una cesión del 1,5% cada una, alcanzándose máximo del 5% habilitado por la normativa vigente.
- El 13 de marzo de 2020, el gobierno declara la emergencia sanitaria, proponiendo una serie de medidas, la mayor parte de ellas tendientes a reducir la movilidad de las personas y evitar las aglomeraciones. Los efectos sobre el transporte colectivo son muy importantes, afectando fuertemente la venta de boletos. Ante esta situación la Intendencia de Montevideo y las empresas de transporte solicitan a los beneficiarios de los títulos de deuda emitidos por los FFTU II y III, que otorguen una espera de 6 meses en el pago de los títulos, comenzando a partir del pago de abril 2020 y hasta el mes de setiembre 2020 inclusive. Los intereses no pagados se capitalizaron y generarán intereses sobre esos montos hasta su cancelación total, para lo cual se realizó una emisión adicional de 3,7 millones de UI. Los beneficiarios por unanimidad aceptaron otorgar esa espera. El 16 de abril de 2020 se reúne la Asamblea de Beneficiarios de los Títulos de Deuda del FTU III y se firma el acta estableciendo el período de espera.

- Como consecuencia de la extensión de los efectos de la pandemia sobre la actividad del transporte en el 2021 la Intendencia de Montevideo y las empresas de transporte solicitan nuevamente a los beneficiarios de los títulos de deuda emitidos por los FFTU III, IV y V, una espera de 6 meses en el pago de los títulos, comenzando a partir del pago de abril y hasta el mes de setiembre 2021 inclusive. Los intereses no pagados se capitalizaron y generarán intereses sobre esos montos hasta su cancelación total, para lo cual se realizó una emisión adicional de 3,6 millones de UI. Con fecha 13 de abril de 2021, con la participación del 100% de los titulares se reúne la Asamblea de Beneficiarios de los Títulos de Deuda del FTU III y se firma por unanimidad el acta estableciendo el período de espera. Al Igual que en el caso anterior, los intereses no pagados se capitalizaron y generarán a su vez intereses sobre esos montos hasta su cancelación total.

ii. Hechos salientes del período

- Los días 7 y 8 de febrero se realizó la suscripción de los valores del “Fideicomiso Financiero del Fondo de Financiamiento para la renovación tecnológica del transporte colectivo urbano de Montevideo”. Este nuevo fideicomiso se desarrolla en el marco del “Fondo de Financiamiento para la Reconversión Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo” (creado en diciembre de 2019), y también se financia mediante una contribución proveniente de los ingresos brutos de las empresas del transporte colectivo urbano de pasajeros (venta de boletos y subsidios), de hasta 5%. Este Fideicomiso emitió 248 millones de UI a una tasa de interés del 4,5%, comprometiendo un 1,7% de la recaudación total, que se debe adicional al 5% ya comprometido en los Fideicomisos Financieros Urbanos III, IV y V.
- La venta de boletos del año 2023 aumentó un 2,4% respecto del año anterior y se mantiene un 16,5% por debajo de 2019. Por su parte, los ingresos que componen el flujo fideicomitado (ventas de boletos en los ómnibus, fideicomiso STM, subsidios de la IM, pases organismos y boletos institucionales)⁵, aumenta en 2023 en un 4,3% en unidades indexadas respecto del año anterior. La recaudación por estos conceptos se mantiene un 18,2% por debajo de la de 2019.
- El saldo de títulos de deuda al 31 de diciembre de 2023 era de 131,47 millones de UI, por lo que se lleva amortizado un 40,4% del monto total.

iii. Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/6/2023.
- o Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2023⁶.
- o Informe de contribuciones recibidas y pagos a los inversores.
- o Ingresos brutos de las empresas de transporte y evolución de las ventas de boletos.
- o Calificaciones de Riesgo de los fideicomisos financieros del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo IV y V.

⁵ Es importante destacar que los subsidios del MEF (boleto gratuito de estudiantes) y el fideicomiso del boleto, no integran la recaudación fideicomitada.

⁶ CARE debe aún recibir versión definitiva.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que fueron ofrecidos en oferta pública. Los bienes fideicomitidos para el pago de dichos títulos están constituidos por el flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de derechos de crédito transferidos por el Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo al patrimonio del Fideicomiso. Estos créditos corresponden al 2 % de la recaudación bruta total de cada una de las empresas intervinientes, proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros, y de los montos correspondientes a los subsidios abonados por la IM.

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

Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales
Moneda:	Unidades Indexadas
Monto de Emisión:	UI 225.000.000 de valor nominal
Interés:	4,0% lineal anual en unidades indexadas.
Fecha de suscripción:	1 y 2 de octubre de 2018.
Plazo:	Variable en función del flujo de fondos cedido.
Período de Gracia:	No fue necesario disponer de período de gracia.
Amortizaciones:	Mensuales, variables en función de los Créditos recibidos. Las amortizaciones comienzan a realizarse al mes siguiente 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 un decreto de la JDM, en donde intervienen, en el origen, cuatro empresas de transporte y la IM, motivo por el cual se deben realizar una serie de contratos que generan diversos compromisos. En este sentido, el análisis jurídico es básico para calificar los riesgos del negocio financiero.

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

- El transporte urbano es la concesión de un servicio público
- El presente negocio fiduciario encuentra asidero en la estructura jurídica diseñada a partir del Decreto de la Junta Departamental de Montevideo (JDM), N° 30.598 del 18 de diciembre de 2003 (el Decreto), por la cual se creó el Fondo De Financiamiento Del Transporte Colectivo Urbano De Montevideo (el Fondo).
- Se dispone un mecanismo de garantía en caso de incumplimiento de la contribución por parte de cualquier empresa participante, que consiste en la deducción de la deuda con sus multas e intereses moratorios que la IM hará directamente de los montos que le corresponda percibir a la empresa incumplidora por concepto de subsidio de boletos.
- Los créditos son cedidos con la garantía dispuesta en los artículos 14 y 15 de la norma legislativa departamental, que consiste en los derechos de crédito que la empresa en cuestión tenga derecho a percibir de la IM “por concepto de subsidio de boletos”.
- Por otra parte la IM dispone una serie de sanciones a las empresas que eventualmente incumplan con su obligación de contribución al Fideicomiso que incluso puede llegar a la revocación del permiso.
- Las cuatro empresas participantes y la IM suscribieron el 17 de abril de 2018 el denominado “Acuerdo marco para la participación en el fondo de financiamiento del transporte colectivo urbano de Montevideo III”.
- Cualquier empresa de transporte nueva, o que sustituya, absorba o se fusione a una existente, queda automáticamente obligada al pago de la prestación.
- Finalmente no puede omitirse la mención a la garantía de estabilidad normativa disciplinada en el artículo 6 del Decreto: *“En caso de que los activos del Fondo sean cedidos, securitizados o afectados en garantía, la Intendencia Municipal de Montevideo garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas que incidan sobre los ingresos o fondos afectados y sus correspondientes garantías y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse los contratos respectivos.*

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

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

Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

Situación económica y financiera

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

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

Cuadro 1: 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 2: 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.

2. El Fideicomiso

Mediante contrato celebrado el 25/4/2018 y su posterior modificación el 09 de julio de 2018, se constituyó el "Fideicomiso Financiero Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo III".

El 24/8/2018 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2018/165).

Entre el 1 y 2 de octubre de 2018, EFAM procedió a la colocación en oferta pública del monto previsto, UI 225 millones, los que devengan un interés anual lineal de 4 % sobre saldos.

En el cuadro siguiente se informa el estado de situación financiera del fideicomiso al 31/12/2023 y su comparativo con años anteriores.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	154.710	129.061	93.804
Activo no Corriente	617.944	749.960	828.843
Total Activo	772.654	879.021	922.647
Pasivo Corriente	154.710	129.061	93.804
Pasivo no Corriente	617.944	749.960	828.843
Total Pasivo	772.654	879.021	922.647
Patrimonio	-	-	-
Total Pasivo y Patrimonio	772.654	879.021	922.647
Razon Corriente	1,00	1,00	1,00

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se recuerda que los créditos no tienen vencimiento, los mismos se irán cobrando en función de la recaudación de las empresas de transporte urbano tal como establece el prospecto del Fideicomiso (2% de la recaudación bruta en este caso). De todos modos, dicho plazo no podrá exceder el máximo de 30 años establecido por Ley.

En el mismo sentido, los títulos de deuda no tienen un vencimiento preestablecido, sino que su cancelación dependerá de las cobranzas que reciba el Fideicomiso que a su vez dependen de la recaudación de las empresas de transporte tal como se explicó anteriormente.

Como se indicó en otra sección de este informe, en abril de 2020 y 2021 se aprobaron dos periodos de espera de 6 meses, en atención a las dificultades provocadas por la crisis sanitaria en el transporte colectivo. Esto motivó que los intereses devengados impagos se capitalizaran y para su documentación se realizaron dos nuevas emisiones de TD's por UI 3.7 millones (29/9/2020) y UI 3.6 millones (28/9/2021).

Retomada la normalidad, el saldo de los títulos a cancelar al cierre del ejercicio 2023 era de UI 131.5 millones.

Los pagos por concepto de amortización de títulos e intereses realizados en el correr del año anterior fueron de unos \$ 179.6 millones.

Riesgos Considerados

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de EFAM, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente, más aún tratándose de una tercera operación análoga a las anteriores. *Riesgo casi nulo*.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente es el flujo futuro de ingresos que se transfiere al fideicomiso financiero, a los efectos que éste cubra sus costos, pague los intereses y vaya amortizando los títulos de deuda. En este caso es el flujo del 2% de la recaudación bruta total que las empresas aportan al Fondo, y que tendrá por destino pagar las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

El transporte colectivo de pasajeros en Montevideo está estrictamente regulado por la IM en todos sus aspectos, tanto operativos como económicos. Esto es, la IM regula las líneas, frecuencias y tarifas. Se trata de un servicio prestado en carácter de concesión a través de permisos otorgados por la IM y las tarifas son ajustadas periódicamente en base a una paramétrica conocida. Vale decir que la IM tiene control e incidencia directa en la generación de los recursos que se fideicomiten.

El sistema venía mostrando hasta la pandemia, una tendencia decreciente en la venta de boletos en el largo plazo, aunque esta parecía atenuarse en los últimos años; incluso en 2019 muestra una leve recuperación (1,1%). La recaudación por su parte también muestra una tendencia decreciente en moneda constante (UI), pero menos marcada; en 2019 presenta también leve recuperación (1,2%).

En 2020 producto de la pandemia, la venta de boletos cae un 37,4% pero los ingresos caen menos, un 28,3%. En 2021 la venta de boletos se recupera levemente, un 5,7% pero los ingresos vuelven a caer (-5,0%) respecto de 2020. En 2022 la venta de boletos muestra ya un fuerte crecimiento del 23,2% en unidades y en 15,2% en los ingresos en unidades indexadas.

La venta de boletos muestra un leve crecimiento en el 2023 (+2,4%) y también los ingresos en UI crecen levemente (+4,3%).

Tomando como referencia el año 2019, según información de la IM, del total de los ingresos de las empresas del sistema, el 65% proviene de la recaudación (pago de boletos que realizan los usuarios), el 13% de los subsidios de la Intendencia de Montevideo, y el 22% restante de los ingresos percibidos por el Fideicomiso del Boleto y subsidios del Gobierno Nacional.

En el año 2020 y 2021, producto de la crisis sanitaria y en virtud de la caída en la recaudación de las empresas, la proporción de subsidios sobre el total de los ingresos se incrementó, alcanzando el 34% y el 32,5% respectivamente. Cabe hacer notar esta fortaleza del Fideicomiso y es que en situaciones complicadas de mercado, la IM y el MEF, salen a atenuar los impactos negativos que se pudieran dar.

En el cuadro siguiente se puede observar la evolución de venta de boletos y de ingresos de los últimos años.

Cuadro 4: venta de boletos y recaudación (en millones) y variación porcentual anual

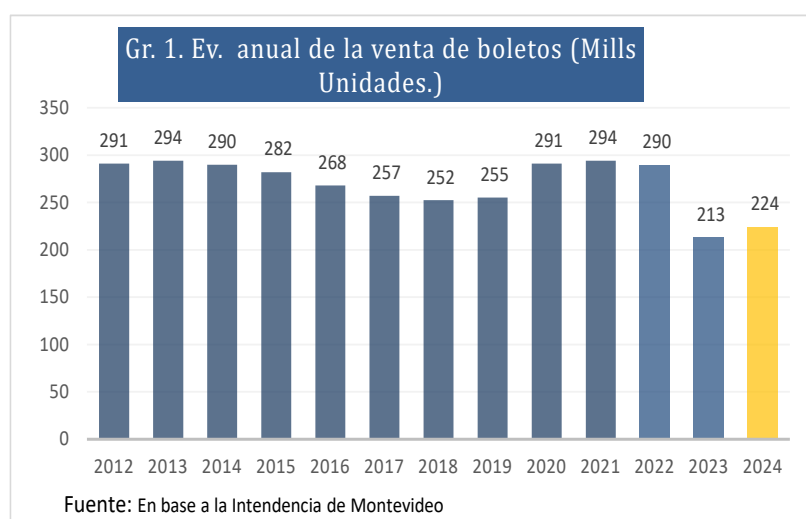
Año	MM boletos	MM \$	MM UI	Var boletos	Var en UI
2012	291	5.108	2.111		
2013	294	5.157	1.961	1,03%	-7,08%
2014	290	5.844	2.042	-1,36%	4,11%
2015	282	6.448	2.076	-2,76%	1,67%
2016	268	6.812	1.998	-4,96%	-3,76%
2017	257	7.161	1.974	-4,10%	-1,21%
2018	252	7.542	1.934	-1,80%	-1,99%
2019	255	8.228	1.958	1,1%	1,2%
2020	160	6.454	1.403	-37,4%	-28,3%
2021	169	6.640	1.332	5,7%	-5,0%
2022	208	8.335	1.535	23,2%	15,2%
2023	213	9.227	1.601	2,4%	4,3%

Nota: La recaudación incluye los subsidios de la IM, los pases organismos y boletos institucionales
No incluye boletos gratuitos de estudiantes y Fideicomiso del Boleto

Fuente: Prospecto informativo e información de la Intendencia Montevideo

CARE estima a los efectos de realizar proyecciones, que el ingreso de las empresas podría seguir creciendo lentamente hasta alcanzar hacia fines de 2024 un nivel entre un 10 a 15% inferior respecto del año 2019.

En la siguiente gráfica se muestra la evolución real de la venta de boletos hasta 2023 y luego se proyecta la esperada recuperación.



Garantía

La garantía es el subsidio de la Intendencia de Montevideo. En cuanto a las cifras, se dispone de la información proporcionada por el fiduciario y por la intendencia. Así, por ejemplo, para el año 2019, los ingresos totales representaron millones de UI 1.939 de los cuales, 294 millones correspondieron a subsidio de la Intendencia de Montevideo, es decir el 15,2% del total recibido por las empresas (no incluye subsidios MEF y Fideicomiso del boleto).

En el año 2020, el subsidio de la IM, que es en definitiva la garantía de los títulos, se incrementó a 338 millones de UI, en 2021 fue de 277 millones, en 2022 de 270 millones y en 2023 fue de 294 millones de UI. Los valores actuales serán seguramente los que se mantengan en el mediano plazo.

En el cuadro siguiente se compara el total del compromiso de cesión de las empresas para el aporte al fondo, respecto del monto de los subsidios de la IM. Se consideró el compromiso para un aporte suponiendo una recaudación equivalente un 20% superior a la de 2022, que sería una recaudación seguramente superior a la esperada, y los subsidios de 2023, iguales a los de 2019. Se plantean dos escenarios, una contribución del 2%, determinada para el fideicomiso que nos ocupa y una contribución del 5% que se corresponde a la vigente (FTU III, IV y V).

Cuadro 5: Relación de compromisos de cesión respecto del subsidio 2023			
	FTU III	FTU III + IV + V	
ingresos	2,0%	5,0%	Subsidio
Compromiso MM de UI	32	80	294
% respecto del subsidio	10,9%	27,2%	

Fuente: CARE en base a Intendencia de Montevideo

Naturalmente que la garantía opera por empresa eventualmente incumplidora, pero a los efectos de este análisis alcanza con observar las cifras globales. Del cuadro precedente, queda claro que la cifra percibida por el sistema en concepto de subsidio supera holgadamente el compromiso de cesión del 2 y del 5% de los ingresos brutos totales. El compromiso para el pago de los Títulos de Deuda de los compromisos vigentes en conjunto sería de poco más del 27% de los subsidios recibidos, por lo que la garantía de pago es muy robusta.

De cualquier forma, se recuerda que por el diseño de la operación, cualquier inconveniente en los montos recibidos por el fideicomiso tiene como única consecuencia, dilatar el plazo de cancelación.

Evolución de la recaudación y pagos

A partir del mes de noviembre 2018 se empieza a recaudar el 2% de los ingresos brutos de las empresas intervinientes y en consecuencia se pagan mensualmente los intereses generados y los saldos se vuelcan a amortizar los títulos de deuda.

Como ya fuera comentado, en el 2020 y en 2021 se acordaron dos periodos de 6 meses cada uno de espera, lo que sumado a la reducción en la recaudación determinó que el repago de los títulos estuviera por debajo del año 2019 y de lo que se esperaba.

Al 31 de diciembre de 2023 el saldo de los títulos de deuda es de 131,47 millones de UI.

En el cuadro siguiente se observa un detalle de los pagos realizados.

Cuadro 6.- Recaudación del Fideicomiso y pago a los inversores en UI

	Recaudación 2%	Amortización	Intereses	Saldo de TD
Nov-dic 2018	6.526.974	4.409.114	2.117.860	220.588.408
Ene-dic 2019	37.863.651	29.546.275	8.317.376	191.154.465
Ene-dic 2020	14.620.210	10.851.512	3.768.698	184.036.211
Ene-dic 2021	13.868.633	5.296.050	8.572.583	178.740.161
Ene-dic 2022	29.884.451	21.978.031	6.769.184	156.762.130
Ene-dic 2023	32.019.275	25.291.419	5.828.412	131.470.712
Total	134.783.193	97.372.400	35.374.113	

Fuente: CARE en base al Fiduciario

Estimación del período de repago y sensibilización.

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

- Se parte del saldo de títulos a diciembre de 2023.
- Los ingresos se proyectaron tomando como base la recaudación en Unidades Indexadas correspondiente al año 2023, y suponiendo un crecimiento del 5% a diciembre de 2025, lo que correspondería a un nivel de ventas de boletos aproximadamente del 88% de lo vendido en 2019, y a partir de esa fecha se mantendría estable⁷.

En el siguiente cuadro se presentan diversos escenarios sensibilizando el flujo de ingresos suponiendo diferentes aumentos de recaudación futura respecto de 2023. El escenario base, como ya se mencionó, es el que se corresponde con una recaudación estabilizada final un 5% mayor a la ocurrida en 2023.

Cuadro 7. Período de repago estimado en años

Nivel de recaudación	Recaudación Anual UI en MM	Millones de Boletos	Repago en años desde Nov-2018
2023	1.601	213	9,7
Aumento 2,5%	1.641	218	9,6
Aumento 5%	1.681	224	9,5
Aumento 7,5%	1.721	229	9,4
Aumento 10%	1.761	234	9,3

Fuente: CARE

Como puede apreciarse, en el escenario base la operación se cancela en 9 años y medio, contados desde emisión en octubre de 2018, esto implica que se cancelaría aproximadamente en abril de 2028. Mientras que en un escenario más adverso que se corresponde a que la recaudación quedara estabilizada en los valores actuales (2023) el período de repago aumenta entre dos y tres meses finalizando en junio o julio de 2028.

Cualquier dificultad se salva con la extensión del plazo, en ese sentido las circunstancias de la pandemia han demostrado la fortaleza de este Fideicomiso, que ha logrado superar las dificultades generadas sobre el servicio.

⁷ Suponer que no se recuperará en su totalidad la recaudación del año base (2019) es un criterio conservador, pero realista. Es suponer que habrá un cambio estructural en el comportamiento de los montevidianos, así como las posibilidades de que el teletrabajo en parte se mantenga.

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

Riesgos considerados

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

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

V. EL ENTORNO

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

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

- La IM garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas (legales y reglamentarias) que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el Contrato de Fideicomiso.
- En particular, la IM garantiza la estabilidad del artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros el cual establece que las tarifas de pasajes deberán responder a la realidad del transporte, en base a una ecuación racional para el cálculo de las mismas, que garantice el equilibrio económico de las empresas de transporte.
- Estos dos puntos actuando en conjunto contribuyen fuertemente a mitigar el riesgo político
- Todas las empresas que integran el sector en la actualidad, participan en el Fondo (CUTCSA, COETC, UCOT y COME) y ante el traspaso de permisos entre estas empresas, aquellas 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. Cabe destacar también que las empresas CUTCSA, COETC, UCOT y COME, deberán aportar por todos los permisos que explotan actualmente así como todos los que adquieran en el futuro.
- Asimismo, la IM se comprometió, ante eventuales cambios en el mercado de transporte colectivo de Montevideo, a que los permisos gravados se mantengan en los términos actuales con una tolerancia máxima de 1 %.

Con referencia a la demanda por servicios, más allá de la existencia de una leve tendencia a caer en el largo plazo, nadie hasta el momento había previsto que pudiera ocurrir un efecto negativo de tal magnitud como lo fue la pandemia del coronavirus. Así como nadie pudo prever que la demanda en un año pudiera caer un 37% y en algunas semanas en un 80%, nadie puede asegurar cómo se irá recuperando la demanda y cual será el nivel en el que se estabilice finalmente. Lo que si parece claro es que las políticas públicas están y estarán atentas a lo que pase en este servicio público de tanta importancia. A modo de referencia, en 2020 y también en el 2021 el monto percibido por las empresas en concepto de subsidios, fue sensiblemente mayor al período pre-pandemia, considerando los subsidios de la IM y del MEF.

En definitiva, de alguna manera las circunstancias de la pandemia han demostrado la fortaleza de este Fideicomiso, que ha logrado superar las dificultades generadas sobre el servicio.

El Mercado

Como se ha mencionado, el transporte colectivo de pasajeros en líneas urbanas de Montevideo está estrictamente regulado por la Intendencia de Montevideo en todos sus aspectos, tanto operativos (líneas y frecuencias), como económicos (tarifa). Se trata de un servicio prestado en carácter de concesión, a través del otorgamiento de permisos por parte de la IM.

Situación Previa al 2020

La venta de boletos que llegó a un máximo de 294 millones de boletos en el año 2013, cayó para ubicarse en 249 millones de boletos en 2018, y en el 2019 había mostrado un pequeño incremento para dejarlo en 255 millones. Esto implica una reducción de un 2,34% anual durante ese período de seis años. No obstante, la recaudación bruta en unidades indexadas en ese mismo período se mantuvo en términos generales (-0,03%). Esto confirma que la IM tiene en cuenta al momento de realizar los ajustes de precios la situación del sector, con el objetivo de mantener un cierto equilibrio económico de las empresas.

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

Actualmente hay cuatro empresas prestando este servicio: CUTCSA, COME, UCOT y COETC, las dos primeras bajo la forma jurídica de sociedades anónimas y las restantes como cooperativas. Circulan aproximadamente 1528 ómnibus, bajo 140 líneas y hay 107 destinos y 4721 paradas. En total, se estima que el servicio ocupa en el entorno de 7.000 personas.

En el Cuadro 4 se puede apreciar resumidamente las principales cifras del sector en términos de venta de boletos e ingresos totales, en moneda corriente y en UI. Los ingresos se componen de la recaudación directa de la plataforma (STM y ventas en el ómnibus), los pases libres, abonos institucionales y el subsidio que las empresas perciben de la IM en compensación por la bonificación a los usuarios estudiantes y jubilados de entre 50 % y 30 % del costo del boleto. Esos valores no incluyen los subsidios del MEF (boletos estudiantes gratuitos) ni el fideicomiso del boleto.

Los efectos del Covid -19.-

A partir del 2020 y como consecuencia de la crisis sanitaria generada por la aparición del COVID -19, el sistema de transporte colectivo urbano de pasajeros registró una importante caída en la cantidad de pasajeros transportados y en la venta de viajes.

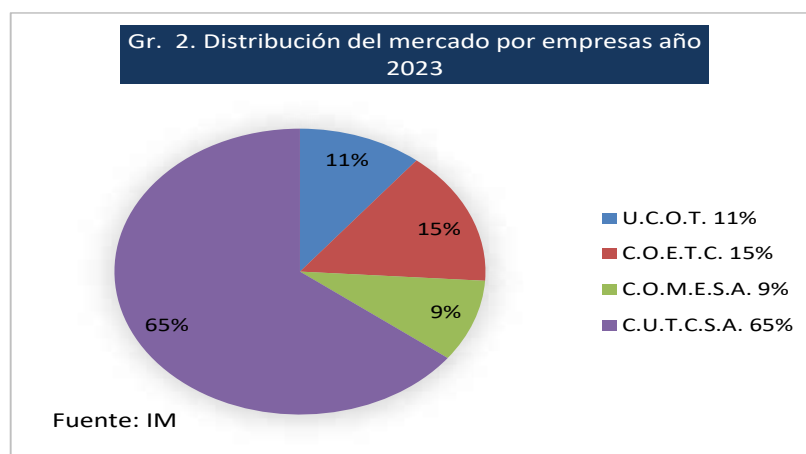
La venta acumulada de boletos al cierre del año 2020 fue un 37% menor respecto del año 2019, un año que puede considerarse como normal de la pre-pandemia. En el año 2021 la venta de boletos recupera levemente respecto de 2020 (5,7%), en 2022 muestra un sensible incremento (+23%) y en 2023

vuelve a crecer, pero más levemente. El nivel de venta de boletos en 2023, se mantiene aún un 16,5% por debajo de 2019.

CARE supone para sus proyecciones que la venta de boletos y los ingresos fideicomitidos volverían a crecer durante 2024 para probablemente estabilizarse en el entorno de un 12% por debajo del año 2019.

Estructura del servicio

La distribución del servicio entre las empresas no es homogénea sino que hay una notoria supremacía de la empresa CUTCSA sobre las demás (65% de los ingresos), seguida de COETC con un 15%, luego vienen UCOT y COME con una participación de 11% y 9% respectivamente. Esto se puede apreciar en la gráfica siguiente.



Todo lo dicho da una idea de la dimensión económica y social del servicio de transporte, lo que en gran medida explica la razonable seguridad que CARE considera tiene el mantenimiento de las políticas públicas, esencial en la proyección de los flujos que aseguran el repago de los títulos.

Cambios en el sistema de transporte

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

En cuanto a la probabilidad de ocurrencia de nuevos sistemas de transporte colectivo sustitutos, que puedan afectar la demanda y en tanto la venta de boletos en forma significativa, la misma es extremadamente baja, ya que no se prevén para el corto plazo proyectos vinculados a otros tipos de transporte colectivo urbano. Por otra parte, de concretarse alguna alternativa, (ej. tren de la costa), es muy probable que la nueva actividad se integre al sistema.

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

Riesgo de mercado: Si bien el mercado muestra señales de que se venía debilitando en los últimos años y que a su vez fue fuertemente afectado en 2020 como consecuencia de la pandemia, el riesgo de mercado no aplica ya que además de ser un sector fuertemente regulado, cualquier reducción en los ingresos se compensa con el alargamiento de los plazos de pago. *Riesgo casi nulo.*

Las políticas públicas

Como ya fuera dicho, el sector del transporte urbano de pasajeros en Montevideo se encuentra fuertemente regulado por parte de la IM, tanto en lo que se refiere a la asignación de las líneas, como al control de las frecuencias y las tarifas. Asimismo es el administrador del Fondo de Financiamiento del Transporte Urbano de Montevideo y además quien abona el subsidio del boleto que, para el caso de esta operación, oficia de garantía. En este sentido, las decisiones que se tomen a través de las políticas públicas tendrán una incidencia directa sobre el sector. Esta fuerte intervención, para el caso que nos ocupa, constituye la principal fortaleza del sistema por cuanto tiene por objetivo explícito brindar un servicio considerado esencial a través de empresas concesionarias que necesariamente deben tener un equilibrio económico que asegure su sostenibilidad en el tiempo, garantizado por el artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros. En otros términos, la IM debe velar por la seguridad de los flujos futuros que se fideicomiten.

Este compromiso, se manifiesta en la normativa actual tal como se ha mencionado a lo largo de este informe y, en particular, en el Informe Jurídico anexo a la calificación original.

Riesgo de políticas públicas sectoriales: La fuerte regulación de la IM y las normas ya citadas y analizadas exhaustivamente en el Informe Jurídico, le da al fideicomiso que se crea un fuerte respaldo institucional y con el compromiso explícito de no modificar las normas que afectan la generación del flujo de ingresos, en ese sentido, *el riesgo es casi nulo.*

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.⁸

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

⁸ . **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.**