

ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO
DE TÍTULOS DE DEUDA
EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO
FINANCIERO DENOMINADO
“CUTCSA I”

Montevideo, marzo de 2024

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

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA DEL
"FIDEICOMISO FINANCIERO CUTCSA I"
19 - marzo - 2024**

Títulos de Deuda:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por la suma de UI 150.000.000 de Valor Nominal.
Activo Fideicomitado:	Créditos derivados de la recaudación total de CUTCSA por venta de boletos del transporte colectivo urbano de pasajeros (excluyendo los subsidios de la Intendencia de Montevideo), por el equivalente a UI 815.000 mensuales durante el período de gracia y a UI 2.500.000 mensuales una vez finalizado dicho período, más los fondos necesarios para cubrir los gastos vinculados con la administración del Fideicomiso.
Fecha de emisión:	21 de julio de 2023
Fideicomitente:	CUTCSA
Plazo de los Títulos de deuda:	Siete años de los cuales uno corresponde al período de gracia. Finalización julio 2030. Toda disminución o interrupción en el flujo de fondos cedido, por cualquier causa, producirá la extensión del plazo manteniéndose vigente la cesión de los créditos al patrimonio del Fideicomiso.
Amortización:	Luego del período de gracia, en 72 cuotas fijas (seis años) de capital e interés. Monto de la cuota 2.298.384 Unidades Indexadas.
Garantía:	Los créditos que CUTCSA tiene derecho a recibir del Fideicomiso STM, o de cualquier otro sistema descentralizado de recaudación que lo pudiera sustituir en el futuro.
Tasa de interés	4,75% anual en UI.
Gracia:	Doce meses calendario, a contar desde la fecha de emisión. Durante ese período el Fideicomiso no realizará pagos de capital a los titulares, no obstante se realizan pagos de intereses.
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
Calificación de riesgo:	BBB. uy
Vigencia de la calificación:	hasta 30 de abril 2025.
Manual de Calificación:	Manual de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros

Resumen General

CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del Fideicomiso Financiero CUTCSA I, manteniendo la nota BBB.uy de grado inversor.

El objetivo a emisión fue obtener financiamiento por parte del fideicomitente para ser destinado a cumplir con su Plan de Inversiones 2020 -2025, así como para mejorar el perfil financiero de la empresa. Para ello se realizó la emisión de títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública a través del Fideicomiso por UI 150.000.000.

La emisión se repaga cediendo al Fideicomiso parte de la recaudación proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros.

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

Respecto de los títulos de deuda

- 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 en la calificación original. (Véase www.care.com.uy).
- Una cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de parte de la recaudación bruta total de CUTCSA proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros (excluyendo los montos correspondientes a los subsidios de la Intendencia de Montevideo), por el equivalente a UI 815.000 mensuales durante el período de gracia y a UI 2.500.000 mensuales una vez finalizado el mismo, más los fondos adicionales necesarios para cubrir el pago de todos los intereses de mora, gastos, comisiones e impuestos vinculados con la administración del Fideicomiso.
- El plazo para el repago de los títulos es de 7 años, de los cuales uno -el primero- corresponde al período de gracia, durante el cual solamente se pagarán intereses. Toda disminución o interrupción en el flujo de fondos cedido, por cualquier causa, producirá la extensión del plazo por el que se mantendrá vigente la cesión del flujo de fondos al patrimonio del Fideicomiso, hasta que se alcance la cancelación en forma total de los títulos de deuda emitidos por el Fiduciario y las demás obligaciones derivadas del contrato. En ningún caso dicho plazo excederá el plazo máximo de 30 años establecido en la Ley.

- La garantía para el del repago de los títulos son los créditos que CUTCSA tiene derecho a recibir del Fideicomiso STM, o de cualquier otro sistema centralizado de recaudación que lo pudiera sustituir o complementar en el futuro. Si en cualquier momento, los fondos del Fideicomiso no fueran suficientes para cumplir con los compromisos, el Fiduciario notificará al Fiduciario del Fideicomiso STM que los montos correspondientes a la Garantía sean abonados al Fideicomiso Financiero CUTCSA I.

Respecto de la Administración y los Flujos proyectados

- Los ingresos percibidos por CUTCSA a través del Fideicomiso STM representan aproximadamente un tercio de los ingresos brutos anuales de la empresa, incluyendo los subsidios de la IM y del Fideicomiso del Boleto. Los montos cedidos mensualmente al fideicomiso luego de pasado el período de gracia (UI 2.500.000) representan el 5,3% de la garantía (ingresos por Fideicomiso STM), o el 3,6% del total recaudado por venta de boletos urbanos (sin considerar los subsidios de la Intendencia ni ingresos del Fideicomiso del Boleto). Si se consideran todos los ingresos de la empresa, incluyendo el fideicomiso del boleto, los subsidios por boletos gratuitos y los ingresos brutos del transporte suburbano, los montos cedidos serían del 2% de ese total.
- 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 urbanos -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 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 pre-pandemia.

Respecto del entorno

- De acuerdo con los datos publicados por la Intendencia de Montevideo, tomando como referencia el año 2019, 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.

- El transporte colectivo de pasajeros de Montevideo está estrictamente regulado por la IM 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. El artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros, 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. En este sentido, las tarifas son ajustadas en base a una paramétrica de costos y a las informaciones surgidas de las declaraciones juradas auditadas presentadas por las empresas acerca de la recaudación y de sus costos.
- CUTCSA es la principal empresa de transporte urbano de pasajeros, representando aproximadamente el 65% del total y está constituida por más de 1100 Sociedades de Hecho, titulares cada una de un ómnibus y prestadoras del servicio. Asimismo brinda un servicio público fuertemente regulado, y en situaciones normales ya cuenta -al igual que el resto del transporte de pasajeros- con subsidios para bajar los costos del servicio y contribuir al mantenimiento del equilibrio económico de las empresas. En este sentido, de ocurrir un contratiempo importante en la situación financiera de la empresa, sería razonable suponer que se conseguirían los apoyos necesarios de la IM o del gobierno nacional, para sortear esas dificultades, y un claro ejemplo de ello fue lo ocurrido durante la pandemia.
- Todo lo anterior, 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.
- Están vigentes cuatro fideicomisos del transporte colectivo urbano de pasajeros de características similares al que se actualiza en esta oportunidad. Tres de ellos en el marco del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo (FFTU III, IV y V) que alcanzan a todas las empresas del transporte y se repagan los títulos con el 5% de la recaudación bruta¹ (en la suma de los tres fideicomisos) y uno en el marco del Fondo de Financiamiento para la Reconversión Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, que compromete un 1,7% adicional de la misma recaudación bruta. Los primeros tres tienen como garantía a los subsidios de la Intendencia de Montevideo, mientras que en el cuarto la garantía es el Fideicomiso STM, al igual que el de CUTCSA. Estos fideicomisos se vienen desarrollando sin inconvenientes y sortearon con éxito los efectos de la pandemia². El compromiso de la empresa con éstos cuatro fideicomisos, sumado al que nos ocupa representaría el 9,6% de los ingresos por boletos urbanos (incluyendo los subsidios de la IM).

¹. Para el caso de estos tres fideicomisos el flujo fideicomitado considera también los subsidios de la IM, mientras que en el que se califica no los considera.

². El Fideicomiso del Fondo para la renovación tecnológica se emitió en febrero de 2024.

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 Fideicomiso Financiero denominado "CUTCSA I" por un monto total de UI 150.000.000. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este respaldo se compone por la cesión por parte de CUTCSA en su calidad de Fideicomitente, de parte de la recaudación bruta total de la empresa proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros (excluyendo los montos correspondientes a los subsidios de la Intendencia de Montevideo), por el equivalente a UI 815.000 mensuales durante el período de gracia y a UI 2.500.000 mensuales una vez finalizado mismo, más los fondos adicionales necesarios para cubrir el pago de todos los intereses de mora, gastos, comisiones e impuestos vinculados con la administración del fideicomiso, por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los títulos de deuda y gastos del fideicomiso. Los títulos están garantizados por los créditos que CUTCSA tiene derecho a recibir del Fideicomiso STM, o de cualquier otro sistema centralizado de recaudación que lo pudiera sustituir o complementar en el futuro.

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 cumplir con el plan de inversiones previsto para el período 2020 – 2025, orientado principalmente a sustituir en forma gradual la flota de ómnibus a gasoil por ómnibus eléctricos y cancelar algunos pasivos, la efectiva realización de esto no incidiría 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 corresponde³.

³ . 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 que serán 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 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 Tamber, y contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama en oportunidad de la calificación original para realizar el análisis de las contingencias jurídicas de la emisión.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

i. Antecedentes generales

El 14 de enero de 2023 el Directorio de CUTCSA (acta N° 8625) resuelve por unanimidad constituir un fideicomiso financiero de oferta pública y transferir al mismo créditos provenientes de la recaudación y créditos provenientes del fideicomiso STM, a efectos de que el Fideicomiso Financiero emita títulos de deuda por un monto de 150.000.000 unidades indexadas. En consecuencia, el 7 de marzo de 2023 se suscribe el contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero CUTCSA I entre CUTCSA como Fideicomitente y EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA, como Fiduciario.

El destino de los fondos de la emisión de los valores, está orientado a la cancelación de pasivos actuales, reperfilamiento de la estructura de deuda de la empresa y la realización de inversiones vinculadas al cambio de flota.

Mediante el Contrato de Fideicomiso, CUTCSA transfiere a EF ASSET MANAGEMENT en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, los créditos que cuentan con la correspondiente garantía, con la finalidad de obtener financiamiento. Como consecuencia de dicha transferencia, el Fideicomiso se convierte en titular exclusivo de todos los derechos sobre los créditos y la garantía, en régimen de propiedad fiduciaria y en los términos establecidos en el contrato de Fideicomiso, con la finalidad de emitir a favor de terceros inversores, títulos de deuda garantizados con dichos activos.

Por cuenta del Fideicomiso, el 21 de julio de 2023, EFAM emitió títulos escriturales representativos de deuda por un valor nominal de UI 150.000.000 (Unidades indexadas ciento cincuenta millones) para ser colocados en el mercado. Dichos títulos devengarán un interés sobre saldos del 4,75% lineal anual, en unidades indexadas, pagadero mensualmente. El contrato establece un período de gracia de doce meses calendario a contar desde el día de la fecha de la emisión, durante el cual el fideicomiso no realizará pagos de capital a los Titulares. No obstante, se realizarán pagos de intereses los cuales se devengarán a la tasa indicada y se calcularán sobre el capital adeudado bajo los Valores. Una vez finalizado el período de gracia, la amortización de los Títulos de Deuda se realizará de forma mensual, en 72 cuotas fijas (6 años) de capital e interés por un monto de UI 2.398.384 y se realizarán al valor de las Unidades Indexadas del día en que se haga efectivo el pago.

Los créditos cedidos son los derechos de crédito derivados de la recaudación bruta total de CUTCSA proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros (excluyendo los montos correspondientes a los subsidios de la Intendencia de Montevideo), por el equivalente a UI 815.000 mensuales durante el período de gracia y a UI 2.500.000 mensuales una vez finalizado el mismo, más los fondos adicionales necesarios para cubrir el pago de todos los intereses de mora, gastos, comisiones e impuestos vinculados con la administración del Fideicomiso, por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los títulos de deuda y gastos del Fideicomiso

Toda disminución o interrupción en el flujo de fondos cedido, por cualquier causa, producirá la extensión del plazo por el que se mantendrá vigente la cesión del flujo de fondos al patrimonio del Fideicomiso, el cual se mantendrá vigente y válido hasta la cancelación en forma total de los títulos de deuda emitidos por el Fiduciario y las demás obligaciones derivadas del contrato. En ningún caso dicho plazo excederá el plazo máximo de 30 años establecido en la Ley.

La garantía para el repago de los títulos son los créditos que CUTCSA tiene derecho a recibir del Fideicomiso STM, o de cualquier otro sistema descentralizado de recaudación que lo pudiera sustituir en el futuro. En el caso de que en algún mes los fondos del Fideicomiso no fueren suficientes para abonar a los titulares la totalidad de los montos adeudados o los gastos del fideicomiso, el Fiduciario notificará al Fiduciario del Fideicomiso STM (RAFISA), para que los montos correspondientes a la Garantía sean abonados directamente al Fideicomiso Financiero CUTCSA I.

Finalmente, cabe recordar la existencia de los Fideicomisos Financieros "Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo", los cuales se sustentan con la creación del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, en base al Decreto de la Junta Departamental (JDM) No. 30.598 de fecha 18/12/2003. El mismo se financia mediante una contribución proveniente de hasta el 5% de los ingresos brutos de las empresas del transporte colectivo urbano de pasajeros. En la actualidad hay tres fideicomisos vigentes (III, IV y V), participan todas las empresas capitalinas de transporte colectivo, la IM administra el Fondo y es Fideicomitente y en ese caso las garantías son los subsidios de la propia Intendencia. Si bien tiene diferencias con el Fideicomiso que nos ocupa tiene algunos puntos en común especialmente en lo que refiere a la cesión de parte de la recaudación bruta. Esos tres Fideicomisos se vienen desarrollando sin problemas, son calificados por CARE y tienen grado inversor.

ii. Hechos salientes del período

- El 1 de julio de 2023 y ante cambios realizados en el contrato de fideicomiso en respuesta a algunos planteamientos del BCU, CARE actualizó la calificación original manteniendo la nota asignada en el mes de marzo de 2023.
- El 21 de julio de 2023 se realizó la emisión de los títulos de deuda del Fideicomiso Financiero CUTCSA I, por un monto total de 150 millones de unidades indexadas. La tasa de interés de los títulos fue de 4,75% en Unidades Indexadas.

- En agosto de 2023 comenzó el período de gracia de 12 meses y se hizo efectivo el primer pago de intereses.
- En febrero de 2024 se realizó la suscripción de los valores del “Fideicomiso Financiero del Fondo de Financiamiento para la renovación tecnológica del transporte colectivo urbano de Montevideo”. Ese 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 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%, y al igual que el que nos ocupa la garantía es el Fideicomiso STM. 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 adicionar al 5% ya comprometido entre 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, pases organismos y boletos institucionales)⁴, 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.
- Tal como estaba previsto en el contrato, la empresa está informando cuatrimestralmente al Fiduciario la evolución de los siguientes conceptos: precio del boleto, venta de boletos, horas trabajadas, litros de gasoil consumido, kilómetros recorridos, personas ocupadas, ingresos totales, ingresos STM y los pasivos financieros. El último informe se presentó a noviembre de 2023, y muestra un comportamiento normal en todos los indicadores.

3. Información analizada

La información analizada incluye entre otros los siguientes documentos:

- Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/6/2023.
- Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2023⁵.
- Información de venta de boletos e ingresos de CUTCSA y del sector de transporte urbano de pasajeros.
- Informe del Fiduciario sobre la evolución de los principales indicadores de la empresa CUTCSA.

⁴ Es importante destacar que los subsidios de la Intendencia de Montevideo, los subsidios del MEF (boleto gratuito de estudiantes) y el fideicomiso del boleto (subsidio MTOP), no integran la recaudación fideicomitada.

⁵ CARE debe aún recibir versión definitiva.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que fueron adquiridos 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 los derechos de crédito derivados de la recaudación bruta total de CUTCSA proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros (excluyendo los montos correspondientes a los subsidios de la Intendencia de Montevideo), por el equivalente a UI 815.000 mensuales durante el período de gracia y a UI 2.500.000 mensuales una vez finalizado dicho período, más los fondos adicionales necesarios para cubrir el pago de todos los intereses de mora, gastos, comisiones e impuestos vinculados con la administración del Fideicomiso, por el plazo suficiente para realizar el repago de todos los títulos de deuda y gastos del fideicomiso.

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

Títulos:	Títulos de deuda escriturales de oferta pública
Moneda:	Unidades Indexadas
Monto de Emisión:	Hasta UI 150.000.000 de valor nominal
Interés:	4,75% anual en unidades indexadas.
Fecha de Emisión:	21 de julio de 2023.
Plazo:	7 años de los cuales uno corresponde al Período de Gracia (hasta julio de 2030. El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido hasta la cancelación en forma total de los títulos de deuda emitidos por el Fiduciario y las demás obligaciones derivadas del contrato de fideicomiso. En ningún caso dicho plazo excederá el plazo máximo de 30 años establecido en la Ley.
Período de Gracia:	Período de doce meses calendario, a contar desde la fecha de emisión. Durante el período de gracia el Fideicomiso no realizará pagos de capital a los titulares. No obstante, se realizarán pagos de intereses los cuales se devengarán a la tasa acordada y se calcularán sobre el capital adeudado bajo los valores.
Garantía:	Son los créditos que CUTCSA tiene derecho a recibir del Fideicomiso STM, o de cualquier otro sistema descentralizado de recaudación que lo pudiera sustituir en el futuro.
Amortizaciones:	Luego del periodo de gracia, mensuales, en cuotas fijas de capital e interés por un monto a determinar una vez definida la tasa de interés. Los pagos se realizarán al valor de las Unidades Indexadas del día en que se haga efectivo el pago.

Agente de

Pago: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Calificación

de Riesgo: BBB. uy

Análisis Jurídico

CUTCSA como Fideicomitente, cede y transfiere al Fideicomiso los derechos de crédito derivados de la recaudación bruta total de la empresa por venta de boletos del servicio urbano de transporte de pasajeros, con exclusión de los montos que perciba a título de subsidios de la Intendencia de Montevideo, para lo 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. Luego de listar los principales documentos anexados al Prospecto Informativo, el informe jurídico adelanta opinión respecto de que del análisis de dichos documentos *“puede adelantarse como concepto general que **no se advierten riesgos jurídicos estructurales que puedan afectar la emisión proyectada y el repago de los valores**”*.

El informe analiza luego en detalle los puntos de mayor interés, a continuación se presentan algunas breves referencias al documento que se anexa.

En relación al contrato de fideicomiso analiza en detalle el objeto, los bienes fideicomitados y el patrimonio fiduciario, incorporación de los flujos de fondos al patrimonio de afectación y notificación al Fideicomiso STM, emisión de los Títulos de Deuda y las Obligaciones del Fiduciario. Finalmente concluye que *“el negocio proyectado cumple con los requisitos de constitución formal, individualización del patrimonio de afectación autónomo, separado e independiente de los patrimonios de los contrayentes”*

Se analiza más adelante el contrato de Entidad Representante entre el Fiduciario y BEVSA, entidad contratada para dicho rol, constatándose que el mismo cumple con las pautas legales del artículo 73 y siguientes de la Ley 18.627.

Se analizan los posibles riesgos de estructura, tanto los referidos al cumplimiento de los requisitos normativos para la formación válida y eficaz de la voluntad y las obligaciones que asumen las partes; como aquellos que pudieran afectar el cumplimiento de los valores, *concluyendo que no se aprecian obstáculos jurídicos que ameriten cuestionar la validez y eficacia de las obligaciones que asumen las partes intervinientes.*

Sobre el final del documento, se analiza el riesgo de crisis de la empresa, esto es, una grave dificultad económica o incluso un escenario de insolvencia, ya que ante la eventualidad de que eso ocurriera, la garantía, que es ampliamente suficiente -incluso lo fue en el peor mes de la pandemia-, podría no alcanzar en una situación extrema.

Para juzgar este riesgo y relativizarlo, el informe establece que *“CUTCSA representa el 65% del mercado del transporte colectivo urbano de pasajeros, es una empresa que integra el mapa cultural capitalino desde hace décadas; el servicio que explota es de prestación esencial, está fuertemente regulado por el Gobierno Departamental en todos sus aspectos e incluso promovida la finalidad de sustitución de vehículos a gasoil por eléctricos, de acuerdo a los actuales lineamientos medioambientales”*.

En este sentido, el informe establece que la *“principal fortaleza que aleja el escenario de insuficiencia patrimonial es, precisamente, el cúmulo de datos históricos que dan solvencia económica al emprendimiento y en definitiva generan una expectativa objetiva de puntual cumplimiento”*. Asimismo, ese riesgo estaría mitigado ya que la empresa CUTCSA se obliga a proporcionar al Fiduciario y ésta a la Calificadora de Riesgo en forma cuatrimestral la evolución de la venta de boletos, ingresos, endeudamiento, etc., lo que permitiría anticipar cualquier posible dificultad.

Finalmente 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, 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 corresponde analizar al fideicomitente, es decir CUTCSA, ya que, como surge claramente de la documentación que da forma a esta operación, los bienes fideicomitados dependen íntegramente de la recaudación que por concepto de venta de boletos obtenga dicha compañía.

Por último, en esta sección se analizará y dará seguimiento al Fideicomiso propiamente dicho, particularmente en su situación financiera,

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. CUTCSA (El Fideicomitente)

Se trata de conformar un juicio razonable sobre la sostenibilidad de la compañía como proveedora de servicio de transporte público por el tiempo suficiente como para cumplir con sus compromisos contractuales en esta operación financiera.

Para ello CARE contó principalmente con la información que surge del Prospecto Informativo, Estados Contables de la compañía y demás documentación inherente a esta operación. También se tuvo en cuenta la visita del Comité de Calificación de CARE a distintas instalaciones de la empresa así como entrevistas con personal calificado de la misma.

En ocasión de la calificación original se hizo un exhaustivo análisis de los distintos aspectos que conforman la empresa. La conclusión fue que el mayor riesgo de incumplimiento ocurriría si la empresa dejara de funcionar y así no generar el flujo a fideicomitir (venta de boletos), por diversas razones se considera que es altamente improbable que, al menos en el corto plazo, la misma deje de operar poniendo en riesgo el repago de esta operación.

Integra el juicio anterior el hecho que:

- CUTCSA es una empresa que opera ininterrumpidamente desde el año 1937; es una sociedad anónima cuyo capital está representado por acciones nominativas y administra un sistema de explotación del servicio de transporte colectivo de pasajeros compuesto por 1.140 sociedades de hecho (a la fecha de la calificación original), titulares cada una de ellas de un ómnibus y prestadoras del servicio. Esto es, ninguno de los ómnibus figura en el patrimonio de la sociedad anónima, sino en el patrimonio de las 1.140 sociedades de hecho. A su vez, todas estas sociedades son accionistas de CUTCSA por la totalidad de las acciones.
- El servicio de transporte colectivo urbano de pasajeros es una actividad pública cuya regulación es competencia de los Gobiernos Departamentales. La misma cuenta con subsidios legales lo que demuestra su carácter esencial. Parte fundamental de la regulación es la fijación del precio del boleto que, entre otras cosas, contempla los diversos componentes del costo del servicio.
- CUTCSA es una de las cuatro empresas concesionarias y titular de los permisos otorgados por la Comuna capitalina. Pero no es una más, representa alrededor del 65 % de la actividad total del transporte público de Montevideo.
- Aún en la eventualidad, muy poco probable, que cesara de operar, responde con su patrimonio y el de los accionistas (sociedades de hecho) tal como se desprende del informe jurídico: “...ubicándonos en un hipotético escenario falencial de CUTCSA, según las reglas concursales de la Ley 18.387, los créditos del Fideicomiso concurrirán como quirografarios...” En otros términos, tanto la sociedad formalmente constituida como las 1.140 sociedades de hecho, en última instancia respaldan con su patrimonio esta operación.
- La empresa se obliga por contrato a presentar informes cuatrimestrales al Fiduciario sobre la evolución de los principales indicadores de la misma. El último presentado fue en noviembre de 2023 y del mismo se desprende que su actividad se mantiene dentro de parámetros normales.

Por todo lo antedicho y hasta tanto no cambien las condiciones descritas se asume que CUTCSA seguirá siendo la principal empresa de transporte público urbano de Montevideo, al menos por el tiempo necesario para cancelar esta operación.

3. El Fideicomiso

El contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero CUTCSA I, fue suscripto el 7 de marzo de 2023 entre CUTCSA como Fideicomitente y EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión SA (EFAM), como Fiduciario.

Con fecha 21/7/2023 EFAM emitió títulos representativos de deuda por UI 150 millones cuya suscripción se había realizado los días 19 y 20 de julio del mismo año, según consta en el Documento de Emisión correspondiente.

El interés fijado fue de 4,75 % lineal anual pagadero mensualmente desde la fecha de emisión; el plazo para su cancelación es de 7 años con un año de gracia solamente para la amortización de capital. Una vez vencido el periodo de gracia (julio 2024) los títulos se amortizarán mensualmente junto con el pago de intereses en cuotas fijas iguales y consecutivas de UI 2.398.384.

En el cuadro siguiente se expone resumidamente el primer cierre de ejercicio del Fideicomiso desde su inicio en julio de 2023.

Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso	
Concepto (miles \$)	30/6/2023
Activo Corriente	69.984
Activo no Corriente	818.603
Total Activo	888.587
Pasivo Corriente	69.984
Pasivo no Corriente	818.603
Total Pasivo	888.587
Patrimonio	-
Total Pasivo y Patrimonio	888.587
Razon Corriente	1,00

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como se ha dicho, rige el periodo de gracia para la amortización de los títulos por lo que el saldo a pagar equivale al total emitido, en cambio se vienen pagando mensualmente los intereses tal como estaba previsto.

Los Créditos con que cuenta el Fideicomiso están definidos como “los derechos de crédito derivados de la recaudación bruta total de CUTCSA proveniente de la venta de boletos por los servicios de transporte colectivo urbano de pasajeros (excluyendo los montos correspondientes a los subsidios de la Intendencia de Montevideo). La suficiencia de los mismos es objeto de especial atención en otra sección de este informe.

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.

Riesgo de permanencia del fideicomitente por todo lo expuesto, se considera como muy improbable que el fideicomitente deje la actividad en el corto plazo previsto en esta operación, privando al fideicomiso de la generación de flujos necesaria para el repago de los títulos. *Riesgo casi nulo*.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente es el flujo futuro de ingresos que se transferirá 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 equivalente a UI 815.000 mensuales durante el período de gracia (12 meses) y a partir del mes 13 el equivalente a UI 2.500.000 mensuales, durante 72 meses, y que tendrá por destino pagar las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Venta de boletos e ingresos del sistema de transporte urbano.

Los ingresos que perciben las empresas del sistema de transporte urbano por venta de boletos provienen de la recaudación directa en plataforma (boletos que pagan los usuarios), del producido de la utilización de las recargas realizadas en las tarjetas STM (pagada por los usuarios y administrada por el Fideicomiso STM), de los subsidios que perciben de la Intendencia de Montevideo (jubilados y pensionistas, estudiantes, tarifa usuario frecuente), del Gobierno Nacional (estudiantes gratuitos) y del Fideicomiso del Boleto.

El activo fideicomitado en este caso es el ingreso bruto por concepto de venta de boletos (en el ómnibus o a través de la tarjeta STM), sin considerar los subsidios de la Intendencia de Montevideo ni los derivados del Fideicomiso del boleto).

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 una muy 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 cantidades y en 15,2% en 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 (Transporte Urbano)

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

Un mayor detalle del sistema de transporte urbano de pasajeros se presenta en la Sección V.

Venta de boletos e ingresos de la empresa CUTCSA

CUTCSA es la empresa del sector que cuenta con mayor participación en el sistema de transporte colectivo de pasajeros urbano, representando aproximadamente el 65% del total, porcentaje que se mantiene en el tiempo sin mayores variaciones.

Los ingresos de CUTCSA, al igual que los del resto de las empresas del transporte colectivo, se vieron resentidos por la crisis sanitaria provocada por el COVID 19. Durante el 2022 ya se observa una recuperación en los ingresos operativos de la empresa, con un fuerte impulso en la recaudación en plataforma, estudiantes y abonos. Esto es consistente con el crecimiento que mostró la venta de boletos de todo el sistema en el mismo periodo de tiempo. Los subsidios parecen aproximarse a los niveles pre-pandemia, y el ingreso por concepto de Fideicomiso del boleto se incrementó considerablemente; atribuible al aumento observado en el precio del gasoil durante 2022.

Cuadro 5: Venta de boletos y recaudación de CUTCSA (Transporte Urbano)

Año	Millones de boletos	Millones de UI		
		Ingresos brutos totales	Subsidios Imm	Ingresos Brutos-Subsidios IM
2019	162,9	1.267,9	186,9	1.081,0
2020	103,6	825,6	150,1	675,5
2021	107,7	851,3	178,6	672,7
2022	132,9	968,2	175,6	792,6
2023	137,5	1.033,9	189,8	844,1

Fuente: En base a información de CUTCSA y la IM

Nota: Ingresos Brutos totales. No incluye Fideicomiso del Boleto, si considera subsidios IM Ingresos brutos- Subsidios IM= Activo Fideicomitado

En el modelo financiero presentado en el Prospecto de emisión, el estructurador supuso un aumento de 3,5% en 2023 y otro 3,5% en 2024, para luego mantenerlo constante hasta la finalización del pago de los títulos. Para CARE estas proyecciones parecen razonables, y ya se cumplieron en 2023.

Garantía

La garantía de los títulos son los créditos que CUTCSA tiene derecho a recibir del Fideicomiso STM, o de cualquier otro sistema centralizado de recaudación que lo pudiera sustituir o complementar en el futuro. Si en cualquier mes los fondos del Fideicomiso no fueren suficientes para abonar a los Titulares la totalidad de los montos adeudados o los Gastos del Fideicomiso, el Fiduciario notificará al Fiduciario del Fideicomiso STM, para que los montos correspondientes a la garantía sean abonados al Fideicomiso Financiero CUTCSA.

En el cuadro siguiente se muestra cual ha sido la evolución de la recaudación del Fideicomiso STM, medido a través de las transferencias que ese Fideicomiso ha realizado a CUTCSA.

Cuadro 6: Ingresos de CUTCSA por Fideicomiso STM (Urbano)

Año	Millones de UI	% sobre los Ing. Brutos
2019	560,3	44,2%
2020	406,7	49,3%
2021	419,5	49,3%
2022	537,8	55,5%
2023	561,5	54,3%

Fuente: en base a información del Prospecto y CUTCSA

El estructurador supuso que los ingresos de CUTCSA provenientes del Fideicomiso STM se mantendrían constantes en los valores de 2022, lo que resulta conservador, ya que la tendencia viene mostrando un aumento sostenido.

Corresponde ahora comparar los compromisos de cesión respecto del total de los ingresos, de recaudación por venta de boletos (sin subsidios) y también respecto de la garantía, a los efectos de poder determinar la incidencia de los compromisos asumidos respecto de esas tres variables. Los cálculos se realizaron en base a los ingresos reales de 2023.

Cuadro 7: Relación de compromisos de cesión respecto de ingresos totales, recaudación boletos y garantía 2023 (en millones de UI)

Período considerado	Compromiso anual en MM UI	Ingresos STM Urbano (Garantía) en (MM UI)	Compromiso garantía	/Ingresos Brutos-Subsidios IM	Compromiso (ing,B- /Subsidios IM)	Compromiso / ingresos Totales Trans Urbano	Compromiso/ ingresos Totales de la Empresa *
Período de Gracia	9,8	561,5	1,7%	844	1,2%	0,9%	0,7%
Período de Amortización	30,0	561,5	5,3%	844	3,6%	2,9%	2,0%

Fuente: CARE en base a información del fiduciario

Nota: Ingreso totales de empresa considera subsidios del fideicomiso del boleto, del MEF e ingresos brutos del Transporte suburbano

Como se puede observar, el compromiso respecto de la garantía sería del 1,7% durante el primer año y del 5,3% durante los 6 siguientes, mientras se estén amortizando los títulos.

Por otra parte, si se compara el compromiso respecto de los ingresos totales urbanos (incluyendo los subsidios de la IM que no son parte de los ingresos fideicomitidos), el porcentaje es de 0,9% durante el período de gracia y del 2,9% mientras se estén amortizando los títulos. Finalmente si se consideran todos los ingresos de la empresa, que incluyen los ingresos brutos del transporte suburbano, los subsidios por boletos de estudiante y fideicomiso del boleto, el compromiso pasa a ser del 0,7% durante el período de gracia y del 2% mientras se amortiza.

Del cuadro precedente, queda claro que la cifra percibida por CUTCSA provenientes del Fideicomiso STM (la garantía), supera holgadamente el compromiso asumido, sea durante el período de gracia o mientras se esté amortizando. De cualquier forma, se recuerda que por el diseño de la operación, cualquier inconveniente en el flujo de fondos podría habilitar, que la asamblea de beneficiarios dilatare el plazo de cancelación.

Como ya se ha comentado, a la fecha de elaborar este informe, aún están vigentes cuatro fideicomisos (FTU III, FTU IV, FTU V y FF de Renovación Tecnológica), que en conjunto tienen cedido el 6,7% de los ingresos brutos del transporte urbano.

Suficiencia de la cesión

Como ya fuera comentado la cesión es de 815.000 UI/mes en los primeros 12 meses y de 2,5 millones de UI/mes, en los 6 años siguientes.

En el siguiente cuadro se presenta un análisis de suficiencia de la cesión para el primer año de gracia y durante el período en que se amortiza.

Cuadro 8: Necesidades de fondos mensuales según diferentes tasas de interés

Tasa de interés	Necesidades mensuales de fondos en miles UI			
	Pago de los títulos	Gastos fideicomiso	Monto Cedido	Saldo
Período de Gracia	594	55	815	167
Período de amortizaciones	2.416	55	2.500	29

Fuente: CARE

Como puede observarse, los montos cedidos son suficientes para cubrir los compromisos reales y también los costos del fideicomiso.

A los efectos de suponer la eventualidad de un escenario de profunda crisis económica se contrastaron los montos de la cesiones suponiendo el peor año de recaudación por ventas de boletos de la empresa, que fue el 2020, eventualidad, cuya posibilidad cierta no está prevista y fue particularmente excepcional. En este caso, la cesión prevista durante el período de gracia alcanzaría al 2,4% de las transferencias del Fideicomiso del STM, y durante el período de repago de los títulos ese porcentaje aumentaría al 7,4%. En ambos casos más que suficiente.

Si se considera el mes de abril de 2020, momento en el cual se registró la cifra más baja de recaudación mensual por venta de boletos urbanos de la historia reciente, los ingresos de CUTCSA por dicho concepto en base anual superan ampliamente la cuota fijada para el repago de los títulos de deuda.

Resulta evidente que los ingresos brutos y la garantía de los títulos es más que suficiente, aún en situaciones de crisis extremas como fuera la pandemia del Covid 19, sin embargo una caída de esa magnitud en los ingresos podría poner en dificultades financieras a la empresa de transporte. Sin embargo, como ya fuera comentado, parte de los ingresos brutos de las empresas de transporte son subsidios de la IM, del Gobierno Nacional y del Fideicomiso del Boleto. En este sentido, sería posible suponer que ante la ocurrencia de una eventual crisis se encontrarían los mecanismos para preservar el equilibrio de las empresas, como ocurrió durante la pandemia.

Evolución de la recaudación y pagos

En agosto de 2023, al mes siguiente de la emisión se inicia el período de gracia que durará 12 meses y por lo tanto se comienzan a pagar los intereses de los títulos de deuda. Al estarse transitando por dicho período aún no se han realizado amortizaciones, por lo que al 31 de diciembre de 2023 el saldo de los títulos de deuda sigue siendo de 150 millones de UI.

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

Cuadro 9.- Pago a los inversores por los títulos del Fideicomiso en UI			
	Amortización	Intereses	Saldo de TD
Agosto-diciembre 2023	0	2.553.125	150.000.000
Total	0	2.553.125	

Fuente: CARE en base al Fiduciario

Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior es clara la capacidad de generar los flujos en el plazo adecuado. Una reducción o eliminación significativa de los subsidios podría poner en riesgo la viabilidad de las empresas de transporte, pero ello depende de decisiones de política pública 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 transporte colectivo de pasajeros en el Departamento de Montevideo está estrictamente regulado por la IM 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.

Las tarifas son ajustadas en base a una paramétrica de costos y a las informaciones surgidas de sus estados financieros, de la información de ingresos obtenida directamente de la tecnología a bordo de las unidades, de las declaraciones juradas presentadas por las empresas acerca de la recaudación y de sus costos, todas ellas auditadas.

En este sentido, la IM a través del artículo 92 de la Ordenanza General de Transporte de Pasajeros, 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.

Actualmente prestan el servicio CUTCSA, COME, COETC y UCOT, 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.

1. El Mercado

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 cual será el nivel en el que se estabilice. Lo que sí 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 el año 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 Gobierno Nacional.

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

- **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.

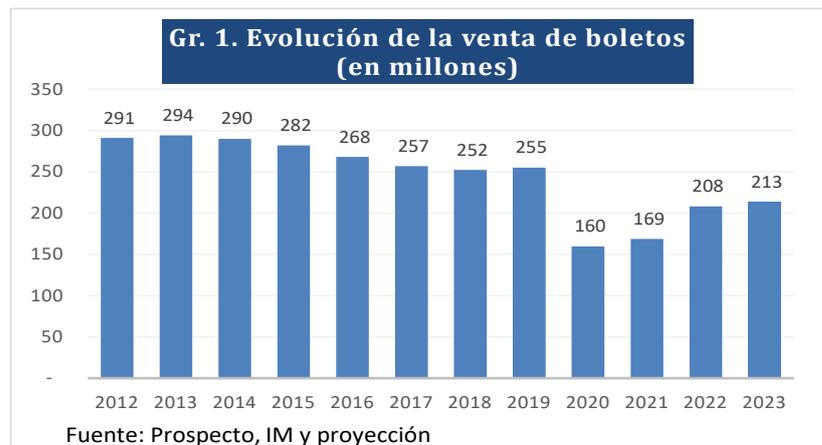
En el Cuadro 4 se puede apreciar resumidamente las principales cifras del sector en términos de venta de boletos e ingresos totales, en moneda corriente y en UI. Los ingresos se componen de la recaudación directa de la plataforma (STM y ventas en el ómnibus), los pases libres, abonos institucionales 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 de 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.

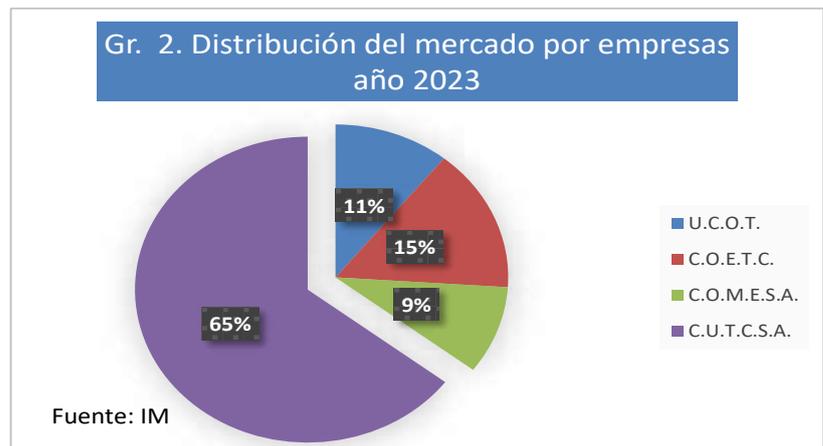
En la siguiente gráfica se muestra la evolución real de la venta de boletos hasta 2023.



- **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 urbano de pasajeros, 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.

- **Compromisos medioambientales de CUTCSA.**

CUTCSA tiene una Política Ambiental que contempla la gestión del consumo de energía, emisiones y residuos, mide y reporta las emisiones de gases de efecto invernadero y cuenta con metas de reducción de emisiones definidas. De igual manera, mide y reporta el volumen de sus residuos sólidos y consumo de agua.

En el marco de esa política lleva adelante desde 2016 un recambio sostenido de su flota, migrando a buses híbridos/eléctricos a partir de los resultados observados en pruebas realizadas. El objetivo es llegar al 100% eléctrico en el 2040 (llegaría al 25% en 2025).

Ya se comprometió a que todas las nuevas unidades serán eléctricas y también adhirió a la Declaración de la COP 26 sobre aceleración de la transición hacia la meta del 100 % de automóviles y flotas de transporte cero emisiones: Vehículos de Cero Emisiones (ZEV)

Estos objetivos medioambientales están perfectamente alineados con las políticas departamentales y nacionales con respecto al cuidado del ambiente, lo que seguramente debería contribuir a reducir riesgos de la operación, al poder contar con apoyos públicos en el caso de ser necesario.

- **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 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 se encuentra muy acotado ya que es un sector fuertemente regulado. Por otra parte, existe la posibilidad de que ante la existencia de una fuerte reducción en los ingresos se podría compensar con el alargamiento de los plazos de pago. Riesgo casi nulo.

2. 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.

Cabe mencionar la previsión adoptada para mitigar el riesgo de políticas públicas para el caso de la emisión de los diferentes Fideicomisos Financieros "Fondo de Transporte Colectivo Urbano de Pasajeros" y el Fondo para la Reconversión Tecnológica del Transporte Urbano de Pasajeros. Si bien parte de esas normas fueron definidas para otros fideicomisos que involucran a todas las empresas del transporte y cuyo fideicomitente es la Intendencia de Montevideo, en última instancia también van a proteger indirectamente al FF CUTCSA I, ya que transcurrirán dentro de los mismos plazos.

En dicha oportunidad, se obtuvo un sustento normativo al máximo nivel en el estatuto normativo municipal (decreto de la Junta Departamental) con la creación del Fondo de Financiamiento del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo y del Fondo de Financiamiento para la Transformación Tecnológica del Transporte Colectivo Urbano de Montevideo, y a la potestad de la IM de cederlos.

De acuerdo a lo establecido en dicho Decreto, la IM garantiza bajo su responsabilidad la estabilidad de todas las normas que incidan sobre los créditos y su correspondiente garantía, y que estuvieren vigentes al momento de suscribirse el Contrato de Fideicomiso. En particular, la 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.

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.

Riesgo de políticas públicas sectoriales: La fuerte regulación de la IM y las normas ya citadas, 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 (que se estableció para otros Fideicomisos que se mantienen vigentes), 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 BBB.uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor⁶.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

⁶. **CATEGORÍA BBB. uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. 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, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de Inversión mínimo.**