

PRIMERA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS A CARGO DEL FIDEICOMISO ESTACIONES METROLÍNEA LTDA

BRC INVESTOR SERVICES S.A. SCV	REVISIÓN EXTRAORDINARIA
Deuda de Largo Plazo	BB- CWN (CreditWatch Negativo)
PATRIMONIO AUTÓNOMO FIDEICOMISO ESTACIONES METROLÍNEA LTDA Millones de pesos a 30/octubre /2011 Activos totales: \$107.330; Pasivo: \$83.908; Patrimonio: \$23.421.	Historia de la calificación: Revisión periódica 11/2011: BB+ CWN (Doble B Mas Creditwatch Negativo) Revisión extraordinaria 05/2011: A- CWD (A Menos Creditwatch en Desarrollo) Revisión periódica 11/2010: AA- CWD (Doble A Menos Creditwatch en Desarrollo) Calificación Inicial 11/2009: AA (Doble A)

Cifras tomadas del Informe Fiduciario a noviembre de 2011.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Títulos:	Bonos Ordinarios
Emisor:	Patrimonio Autónomo Fideicomiso Estaciones Metrolínea Ltda
Originador:	Estaciones Metrolínea Ltda
Fecha Emisión:	4 de Mayo de 2010
Monto Emitido:	\$75.000 mm
Series:	Única
Plazo:	10 años
Pago de intereses:	Semestral (Mayo – Noviembre)
Interés:	IPC + 7,6
Amortizaciones:	Mayo 2016: 30%, Mayo 2018: 30% y Mayo 2020: 40%
Administrador Fiduciario:	Fiduciaria Colmena S.A.
Agente Estructurador:	Estructuras en Finanzas S.A.
Administrador títulos:	DECEVAL
Representante Tenedores:	Helm Fiduciaria S.A.

1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACION

El comité técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en **revisión extraordinaria** disminuyó la calificación de **BB+ a BB-** y mantuvo el **CreditWatch Negativo a la Deuda de Largo Plazo** de la Primera Emisión de Bonos Ordinarios a cargo del Fideicomiso Estaciones Metrolínea Ltda.

Los fundamentos que sustentan la calificación asignada son:

La degradación realizada en la presente revisión extraordinaria incorpora los hechos que se presentaron entre el 21 de noviembre de 2011 y el 26 de enero de 2012, reportados a través de información relevante de la Superintendencia

Financiera. Ellos son: 1) Metrolínea S.A. impuso multas al Concesionario Estaciones Metrolínea Ltda –en adelante EML-. 2) Se declaró la suspensión temporal del contrato de concesión y 3) La Fase II del Sistema de Transporte Masivo de Bucaramanga aún no ha iniciado su operación, a pesar de que se había proyectado que iniciaba operaciones en agosto de 2011 según información entregada en mayo de ese año o en enero de 2012 según proyecciones presentadas en septiembre de 2011.

La calificación podría degradarse nuevamente en la próxima revisión de no darse solución a los procesos legales vigentes, reiniciar la entrega de recursos al patrimonio autónomo y que los socios de EML efectúen aportes adicionales antes de junio de 2012.

Entre el 15 de noviembre de 2011 y el 20 de enero de 2012 Metrolínea S.A impuso a Estaciones Metrolínea S.A tres multas por un total de \$1.342 millones asociadas con incumplimientos en el cronograma del contrato de Concesión y la no entrega oportuna de información. Dos de las tres multas, equivalentes a \$814,8 millones, ya fueron pagadas a diciembre de 2011 con recursos de la remuneración, descontándose directamente del patrimonio encargado del recaudo del sistema¹, sin que hasta la fecha el Patrimonio que maneja la concesión de EML haya recibido recursos para recuperar los fondos correspondientes. La tercera multa por \$527,6 millones se encuentra en firme, en proceso de conciliación y deberá ser pagada con la misma fuente. De acuerdo con cálculos efectuados por la Calificadora para cubrir la multa se necesita alrededor de 3 meses de recursos del Patrimonio. BRC Investor Services pondera negativamente estos resultados advirtiendo (i) la incertidumbre en la entrada de los flujos al Patrimonio Autónomo Estaciones Metrolínea y el uso de los fondos para pagos no previstos originalmente y (ii) las señales de un mayor deterioro de la situación operativa y financiera de la fuente de pago de los Bonos: el recaudo de pasajes por el uso del nuevo sistema de transporte.

Dado que el Patrimonio Matriz descontó directamente el valor de las multas a EML, el saldo disponible de los fondos es de \$7.693 millones² recursos suficientes para efectuar el pago de los intereses en mayo de 2012 (\$4.250,3 millones) pero no para cumplir con esta misma obligación en noviembre de este año. Este hecho genera un aumento en el nivel de riesgo de la estructura. Mientras que en la última revisión periódica la cobertura mínima se registraba en mayo de 2013 (0,97 veces) en la presente revisión se alcanza un nivel de 0,81 veces en noviembre de 2012, lo cual justifica la calificación asignada (Tabla No.1).

Tabla No. 1
Saldo de los fondos, obligaciones e indicador de cobertura.

Escenario Financiero	dic-11	may-12	nov-12
Saldo Fondos	7693,7	7693,7	3443,1
Pago Intereses	0	4250,6	4250,6
Cobertura		1,81	0,81

Saldo e intereses en Millones de pesos (\$) y Coberturas en veces.
Fuente: BRC Investor Services S.A.

Mediante acta de suspensión temporal del Contrato de Concesión de 16 de enero de 2012, Estaciones Metrolínea Ltda y Metrolínea S.A decidieron, de

¹ Este patrimonio es administrado por Corficolombiana y en este documento se denomina Patrimonio Matriz.

² Fondo de Implementación \$3.682 millones, de Demanda \$3.693 y rendimientos por \$317 millones.

común acuerdo, suspender todos los efectos contractuales para la construcción de la Estación Cabecera del SITMB por un periodo de cuatro meses (16 de enero a 16 de mayo). Como parte de este acuerdo, los recursos de la remuneración del EML no entrarán al patrimonio para alimentar los fondos, lo que genera un riesgo ya que no habrá ingresos suficientes para pagar las obligaciones generadas por la emisión de los bonos.

Este acuerdo evidencia una nueva etapa de negociación entre EML y Metrolínea S.A. y se espera que finalizado el periodo de suspensión ambas partes acuerden el mecanismo para restituir los dineros a favor de EML. Para facilitar la negociación, las dos partes contrataron una asesoría especializada en Concesiones la cual deberá determinar nuevos plazos de finalización de la obra y responder a una reclamación presentada por el Concesionario. En caso de no lograr un acuerdo entre las dos partes, se puede decretar la caducidad del contrato; esto permite activar la cláusula 2.4.3 del prospecto de la Emisión en la que los tenedores de los bonos pueden solicitar el pago anticipado de los Bonos, en los eventos de la caducidad del contrato, indicados en la cláusula 64 del contrato de concesión (Ver anexo 1). La Calificadora mantendrá su atención sobre el desarrollo de los procesos legales, y de la expectativa de efectuar las conciliaciones extrajudiciales y un probable inicio de tribunal de arbitramento.

La evolución del desempeño del Sistema Integrado Masivo de Bucaramanga continúa mostrando resultados negativos: (i) la demanda de pasajeros en el último semestre de 2011 presenta una caída de 20,5% manteniendo la tendencia observada durante el último año y (ii) la segunda fase del proyecto no entró a operar en Noviembre de 2011 y aún es incierta la fecha para que empiece a operar. Por lo pronto no se cuenta con información clara sobre cómo funcionará el sistema ni los cambios que se aplicarán para que la demanda vuelva a los niveles proyectados inicialmente.

De acuerdo con lo definido inicialmente en el contrato, Vergel & Castellanos y Urbanas S.A. debían hacer aportes por \$12.300 millones, los cuales fueron pagados entre 2008-2010. Sin embargo, frente a la situación descrita, un apoyo adicional de los socios para finalizar la obra y cumplir con las obligaciones asociadas con la emisión de bonos se convierte en una variable decisiva hacia el futuro.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Anexo 1

64.2 Terminación Anticipada durante la Etapa de Construcción

Si se produce la terminación anticipada del presente contrato durante la etapa de construcción, por declaratoria de caducidad, o por razones de Fuerza Mayor o Caso Fortuito, o por razones imputables a Metrolínea S.A., o por terminación unilateral, se calculará el valor de la liquidación mediante la siguiente fórmula:

$$ValLiq_{Cms} = ValInt + InvCons - Multas - CláusulaPenal$$

Donde:

ValLiq_{Cms} : Es el valor de liquidación del contrato durante la etapa de construcción.

ValInt : Es el valor que haya cancelado el Concesionario a la interventoría.

InvCons : Es el valor de las actividades que haya realizado el Concesionario durante la etapa de construcción. El valor de estas actividades será acordado por mutuo acuerdo entre el Concesionario y Metrolínea S.A. En caso de discrepancia, el valor de las actividades será definido por el Amigable Compondor.

Multas : Es el valor de las multas en firme impuestas al Concesionario hasta el momento de la declaratoria de caducidad que no hayan sido canceladas. Este valor incluirá tanto la actualización de la multa como los intereses de mora.

CláusulaPenal : Es el valor de la cláusula penal que se imponga, si existiere, de acuerdo con la cláusula 58.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

CALIFICACIONES DE DEUDA A LARGO PLAZO

Esta calificación se asigna respecto de instrumentos de deuda con vencimientos originales mayores de un (1) año. Las calificaciones representan una evaluación de la probabilidad de un incumplimiento en el pago tanto de capital como de sus intereses. En este sentido, establece la capacidad de pago de una institución en cuanto a sus pasivos con el público, considerando la calidad de los activos, la franquicia en el mercado, sus fuentes de fondeo, así como la estabilidad de sus márgenes operativos. También considera la estructura de manejo de riesgos financieros y la calidad de la gerencia. La calificación pueden incluir un signo positivo (+) o negativo (-) dependiendo si se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior respectivamente.

Las calificaciones de deuda a largo plazo se basan en la siguiente escala:

Grados de inversión:

AAA	Indica que la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses es sumamente alta. Es la más alta categoría en grados de inversión.
AA	Es la segunda mejor calificación en grados de inversión. Indica una buena capacidad de repagar oportunamente capital e intereses, con un riesgo incremental limitado en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta.
A	Es la tercera mejor calificación en grados de inversión. Indica una satisfactoria capacidad de repagar capital e intereses. Las emisiones de calificación A podrían ser más vulnerables a acontecimientos adversos (tantos internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.
BBB	La categoría más baja de grados de inversión. Indica una capacidad aceptable de repagar capital e intereses. Las emisiones BBB son más vulnerables a los acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.

Grados de no inversión o alto riesgo

BB	Aunque no representa un grado de inversión, esta calificación sugiere que la probabilidad de incumplimiento es considerablemente menor que para obligaciones de calificación mas baja. Sin embargo, existen considerables factores de incertidumbre que podrían afectar la capacidad de servicios de la deuda.
B	Las emisiones calificadas con B indican un nivel más alto de incertidumbre y por lo tanto mayor probabilidad de incumplimiento que las emisiones de mayor calificación. Cualquier acontecimiento adverso podría afectar negativamente el pago oportuno de capital e intereses.
CCC	Las emisiones calificadas de CCC tienen una clara probabilidad de incumplimiento, con poca capacidad para afrontar cambio adicional alguno en la situación financiera.
CC	La calificación CC se le aplica a emisiones que son subordinadas de otras obligaciones calificadas CCC y que por lo tanto contarían con menos protección.
D	Incumplimiento.
E	Sin suficiente información para calificar.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.