

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS MIXTOS  
DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO  
DE INVERSIONES Y RENTAS  
INMOBILIARIAS”**

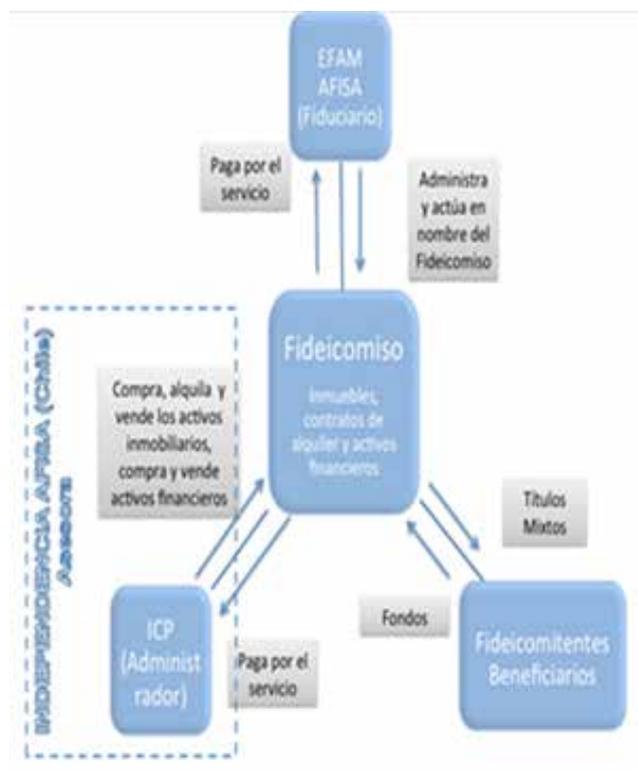
*Montevideo, noviembre de 2016*

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
8	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
10	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
27	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de Calificación Oferta Pública 21-11-2016

<b>Fecha de Emisión:</b>	Mayo de 2012.
<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias.
<b>Fiduciario:</b>	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos:</b>	Títulos Mixtos con interés fijo del 2% e interés variable.
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la Emisión:</b>	US\$ 60.000.000 (sesenta millones de dólares).
<b>Administrador:</b>	IPC Uruguay S.A.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.
<b>Estructura:</b>	Ferrere Abogados (Asesor Legal)
<b>Calificación:</b>	BBB (uy);
<b>Vigencia :</b>	30 de abril de 2017
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán Martínez y Ec. Mayid Sader Neffa
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.



## Resumen General

### **CARE ha actualizado la calificación de los Títulos Mixtos emitidos por el Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias con la nota BBB (uy) de grado inversor.**

La Calificación otorgada refiere a la probabilidad de pago de los intereses fijos únicamente y a la devolución del capital a la fecha del vencimiento legal del Fideicomiso.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias. Esto es ratificado por el informe jurídico contratado por CARE <sup>1</sup> en la calificación de 2015.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del Administrador del proyecto, teniendo en cuenta el asesoramiento que le brinda la empresa chilena Independencia S.A Administradora de Fondos de Inversión. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada y continúa siendo favorable.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses endógenos y exógenos a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto en su momento. En dicha oportunidad se supusieron tres escenarios adversos alternativos haciendo variar el precio de los alquileres, la tasa de vacancia y buscando cuál es el nivel de ingresos mínimos necesarios para el Fideicomiso.
- El Fideicomiso cuenta desde la emisión hasta la fecha, con Inversiones inmobiliarias por un monto de 28,4 millones de dólares y un cociente renta/valor <sup>2</sup>. ("Cap Rate") del activo de aproximadamente 7%.
- Las inversiones realizadas desde la constitución del Fondo, como fuera mencionado en la actualización pasada, se adecuan al modelo de negocios y revisten una eficiente diversificación geográfica, de tipologías, usos y subsectores económicos cumpliendo con el modelo de negocios del prospecto de emisión. Los arrendamientos, están diversificados con empresas medias y grandes que tienen vínculos comerciales con la región, el resto del mundo y el mercado doméstico. Esta diversificación mitiga el riesgo inducido por la volatilidad del ciclo económico doméstico y su efecto en los contratos de arrendamiento con empresas cuyo ingreso proviene exclusivamente del mercado interno.
- Cabe resaltar, que si bien se analizaron varias propuestas, el Administrador no ha concretado nuevas inversiones para el Fideicomiso, lo que acentúa el atraso respecto al cumplimiento del Modelo de Negocios descrito en el Prospecto. No obstante lo anterior, en el mes de noviembre, se cerró

<sup>1</sup> Disponible en [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)

<sup>2</sup> Capitalization Rate

una importante adquisición con 100% de ocupación y el arrendamiento de 1100 metros cuadrados aproximadamente de uno de los pisos de una de las torres de oficinas adquiridas anteriormente. Estos dos hechos mejorarán notoriamente la performance del Fideicomiso.

- El mercado de oficinas se encuentra en un proceso de absorción de la sobreoferta construida a partir del influjo de inversión sectorial recibida en el periodo comprendido entre el año 2007 y 2012. En los últimos años la oferta no ha crecido, como consecuencia de los metros cuadrados excedentes construidos. La demanda, ha ido absorbiendo este excedente, al punto de haber alcanzado un nivel de equilibrio. Esto se evidencia en una reducción de la tasa de vacancia. No obstante, comienzan a aparecer nuevos desarrollos inmobiliarios de oficinas, lo que podría ser una señal de reactivación sectorial.
- En lo que refiere a las políticas públicas, el mercado de oficinas no parece revestir en la actualidad algún riesgo vinculado a este aspecto. A su vez, en la historia de los últimos 30 años, no ha habido injerencia de disposiciones de política pública que alteren las reglas de juego del mercado inmobiliario de oficinas.

## I. INTRODUCCIÓN

### Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Títulos Mixtos del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias". El mismo fue emitido en mayo de 2012: la calificación y las sucesivas actualizaciones posteriores, hasta setiembre de 2015, fueron realizadas por otra Calificadora de Riesgo autorizada por el Banco Central del Uruguay (BCU).

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, que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota conferida no representa no obstante una recomendación de compra o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión 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 del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo los intereses fijos y devolver el capital en el último año de ejercicio, conforme al proyecto de ejecución del negocio inmobiliario que consiste en esencia en identificar, adquirir y explotar inmuebles. En efecto, se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo y un eventual retorno variable (no calificado por CARE). En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el pago del interés fijo del 2% que establece el contrato de Fideicomiso.

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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Ing. Julio Preve, el Cr. Martín Durán Martínez y el Ec. Mayid Sádler Neffa.

Esta actualización tiene vigencia hasta el 30 de abril del 2017. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

### 1. Hechos salientes del período

A la fecha del presente informe, el Fideicomiso ha adquirido inmuebles por un valor aproximado de 28,4 millones de dólares. En lo que respecta a la diversificación geográfica, dos proyectos son en el centro, uno en Zonamérica y otro en Carrasco.

Asimismo, ha evaluado 64 proyectos de inversión, algunos ya cerrados y firmados, otros en stand by, otros descartados y otros en proceso de negociación y due diligence.

En lo que respecta a las empresas arrendatarias o inquilinas, son variadas tanto en su dimensión, rubros de actividad principal y destino de sus ventas. Este aspecto diversifica el riesgo de cambios en el ciclo económico en el mercado doméstico.

El indicador de renta sobre valor de activos ("caprate") con los contratos ya firmados es de 7%.

### CUADRO 1. Inversiones realizadas hasta junio 2016 (en U\$S)

Propiedad	Superficie* mts.2	Tasación al 31-12-2015	Precio compra	Ocupación (%)
Proyecto 1	1144	4.104.399	4.500.000	92.6
Proyecto 2	3305	6.045.435	6.660.000	100
Proyecto 3	3945	9.786.074	7.990.000	100
Proyecto 4	2953	6.243.316	5.083.320	90.31
Proyecto 5	3201	4.810.942	4.200.000	100
TOTAL	13404	30.990.167	28.433.320	

\* Superficie alquilable

Fuente: CARE en base a ICP Uruguay S.A.

Como se mencionó en la anterior calificación, el proyecto ha avanzado de forma mas lenta que lo proyectado en el prospecto de emisión. Este escenario se conjugó con un menor retorno de las posiciones financieras producto de la disminución de las tasas de interés en dólares en el período comprendido entre la emisión y la actual calificación. No obstante lo anterior, el referido entolecimiento y los exiguos retornos de sus posiciones financieras han sido contrapuestos con prudentes y adecuadas inversiones en activos inmobiliarios, aun restando un porcentaje significativo de los fondos emitidos por invertir.

En el mes de noviembre, y según informa el Administrador, se cerró una importante adquisición con 100% de ocupación y el arrendamiento de 1100 metros cuadrados aproximadamente, de uno de los pisos de una de las torres de oficinas adquiridas anteriormente. Este nuevo flujo de ingreso, complementa los resultados observados en la actualización de abril, indicando que el Fideicomiso se encuentra en condiciones favorables de cumplir con sus compromisos de interés fijo. Esto implica, ingresos operativos superior a dos millones de dólares con un nivel de inversión en activos inmobiliarios en el orden del 50% de la emisión.

## 2. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de ICP Uruguay al 31 de diciembre de 2015.
- Estados Contables del Fiduciario al 30 de junio de 2016.
- Estados Contables del Fideicomiso al 30 de junio de 2016.
- Informe del tercer trimestres realizado por el Administrador.
- Entrevista al personal técnico del Administrador.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

Se ofrecen en oferta pública de los Títulos de Mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias

**Fiduciario:** EFASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Administrador:** ICP Uruguay S.A.

**Agente Registro y Pago:** EFASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Entidad Representante:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

**Cotización bursátil:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

**Títulos emitidos:** Títulos Mixtos con interés fijo de 2% e interes variable

**Activos del Fideicomiso:** Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** US\$ 60.000.000

**Calificadora de Riesgo:** CARE calificadora de Riesgo

**Calificación de Riesgo:** BBB (uy)

**Manual utilizado** Manual de calificación de finanzas estructuradas

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación del 2015 descartó cualquier eventualidad dificultades derivadas de los negocios realizados por el Fideicomiso. (Véase en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)).

Dicho análisis concluía:

*“...no se advierten riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas que sugieran el incumplimiento en el pago total y puntual de los valores.”*

## 3. 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 por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. *Visto el informe antes mencionado, así como el tiempo transcurrido sin reclamos, se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente. Riesgo mínimo.*

**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. *El riesgo es bajo.*

### III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero ICP Uruguay S.A en su condición de administradora del proyecto.

#### 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.

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

La evaluación incluye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión.

#### Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Nelson Mendiburu
Síndico	Bruno Gilli
Síndico Suplente	Gonzalo Icasuriaga

La Dirección Ejecutiva está a cargo de su Presidente, Dr. Diego Rodríguez que a su vez es el Oficial de Cumplimiento y la administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA Ferrere, siendo el socio encargado de la prestación de dichos servicios el Cr. Nelson Mendiburu.

Son accionistas de la firma, en partes iguales, la Sra. Sandra González Vila y el Sr. Diego Rodríguez Castagno

## Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios del 30 de junio de 2016, que se presentan con informe de revisión limitada (Deloitte), siguen mostrando una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a junio de 2016 representa un incremento de 11,68 % (en moneda corriente) respecto a diciembre de 2015. El ratio de liquidez se mantiene en niveles altos. 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.

**CUADRO 2: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/6/16	31/12/15	31/12/14
Activo Corriente	14.899	8.892	7.242
Activo no Corriente	51.589	51.122	45.193
<b>Total Activo</b>	<b>66.489</b>	<b>60.013</b>	<b>52.435</b>
Pasivo Corriente	8.928	5.161	4.232
Pasivo no Corriente	32.115	32.069	30.520
<b>Total Pasivo</b>	<b>41.044</b>	<b>37.230</b>	<b>34.752</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>25.445</b>	<b>22.784</b>	<b>17.684</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>66.489</b>	<b>60.013</b>	<b>52.435</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,67</b>	<b>1,72</b>	<b>1,71</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Consistentemente con lo anterior, los resultados de la firma siguen una tendencia positiva y creciente. En el cuadro siguiente, a modo informativo, se expresan resumidamente los resultados intermedios a junio 2016 y su comparativo con junio 2015 y el comparativo de los dos últimos ejercicios completos cerrados.

**CUADRO 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/6/16	30/6/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	14.378	9.780	22.426	12.900
Gastos Adm. y Vtas.	(11.191)	(7.336)	(17.546)	(10.194)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.187</b>	<b>2.444</b>	<b>4.880</b>	<b>2.707</b>
Resultados Financieros	378	1.112	2.176	1.848
Otros resultados				
IRAE	(903)	(788)	(1.956)	(968)
<b>Resultado Integral del Ejercicio</b>	<b>2.661</b>	<b>2.767</b>	<b>5.100</b>	<b>3.587</b>
Res Operativos/Ingresos	22,17%	24,99%	21,76%	20,98%
Res Ejercicio/Ingresos	18,51%	28,29%	22,74%	27,81%

Fuente: EE.CC de EFAM

En este caso, el incremento de los ingresos operativos representa un 47 % de los alcanzados en el mismo periodo del año anterior, es decir, en el comparativo de seis meses a junio de 2016 y junio 2015. Si bien el resultado integral es levemente inferior al del período anterior este se explica por los resultados financieros ya que el resultado operativo es superior.

La cartera de fideicomisos administrados sigue aumentando; a junio de 2016 contaba 33 de distintos tipos en administración por lo que su idoneidad para esta función es incuestionable.

## **2. ICP Uruguay S.A (La Administradora)**

ICP URUGUAY S.A. ("ICP") fue creada con el objeto de organizar y administrar el Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias ICP es responsable por la correcta administración del Fideicomiso, teniendo a su cargo las siguientes funciones y actividades: la búsqueda y selección de inmuebles a ser adquiridos por el Fideicomiso; la estructuración de las transacciones de adquisición de propiedades inmuebles o derechos sobre los mismo; llevar adelante el proceso de due diligence de los proyectos relacionados con las inversiones potenciales; la selección, negociación de los términos de contratación con arrendatarios; y el control de gestión de las propiedades; entre otras.

ICP es una sociedad anónima uruguaya con acciones nominativas inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 27 de agosto de 2007, bajo el número 19731. Dichas acciones pertenecen a Independencia Capital Partners S.A. Inició actividades el 11 de julio de 2007.

Con ocasión de la primera calificación realizada por CARE se analizó al detalle los vínculos de ICP Uruguay con el grupo chileno del mismo nombre en base a lo cual se demostró su idoneidad para realizar la tarea encomendada en esta operación. Nada ha ocurrido desde entonces que hiciera cambiar la opinión de CARE al respecto por lo que en esta sección se hará solamente el seguimiento de su evolución económico financiera.

Si bien, como se informa en otras secciones, la concreción de inversiones ha sido más lenta de lo esperado, en buena medida obedece a una deliberada política que en su esencia supone esperar el momento óptimo de entrada, en el entendido que se considera al precio de compra como una variable clave en el éxito del proyecto. Esto no significa inacción por parte del equipo administrador; según se desprende del Informe de Gestión a setiembre de 2016, se han analizado desde el inicio a la fecha unas 68 propuestas de negocios de las cuales se cerraron cinco; recientemente se ha firmado un boleto de reserva y hay otra propuesta en fase de negociación. De las restantes hay otras cinco bajo análisis y las demás se han descartado.

### **Situación económico financiera**

La situación patrimonial y financiera de ICP Uruguay se establece a partir de los EE.CC presentados. Estos se resumen en los cuadros siguientes y se hace la salvedad que no han sido auditados. Con fecha 10 de mayo de 2013, la sociedad decidió modificar la fecha de cierre de ejercicio para el 31 de diciembre; en consecuencia, el cierre del ejercicio 2013 es un ejercicio especial de 6 meses.

La firma cierra ejercicio el 31 de diciembre y no presenta estados contables intermedios por lo que, en este aspecto, no hay variaciones respecto a lo informado en ocasión de la actualización del mes de abril pasado y en consecuencia se reiteran los comentarios de entonces.

En los cuadros siguientes se muestra, en forma comparativa con los dos ejercicios anteriores, el estado de situación y resultados de la firma al último cierre producido en diciembre de 2015.

<b>CUADRO 4: Estado de Situación ICP Uruguay (miles de u\$s)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>	<b>31/12/13</b>
<b>Activo</b>	<b>40</b>	<b>56</b>	<b>28</b>
Activo Corriente	40	55	28
Activo no Corriente	1	1	0
<b>Pasivo</b>	<b>191</b>	<b>155</b>	<b>74</b>
Pasivo Corriente	191	155	74
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>(151)</b>	<b>(98)</b>	<b>(46)</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>40</b>	<b>56</b>	<b>28</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,21</b>	<b>0,35</b>	<b>0,38</b>

NOTA: El Ej. 2013 es de 6 M por cambio de fecha de cierre  
Fuente: EE.CC ICP Uy

Puede observarse que ICP presenta patrimonio negativo encontrándose dentro de la hipótesis de disolución de acuerdo a las disposiciones de la ley N° 16.060, debido a que las pérdidas han disminuido el patrimonio a una cifra inferior al 25% del capital integrado.

Consultada la fiduciaria al respecto, en nota dirigida a CARE de fecha 21/4/16 manifiesta estar al tanto de la situación pero que entienden no afecta su actuación como Administrador del Fideicomiso, dado que se trata de una situación transitoria y los accionistas han realizado aportes suficientes a la sociedad para que la misma continúe desarrollando las actividades sin inconveniente.

Por otra parte, agrega la nota, la causal de remoción del Administrador se da por la efectiva disolución de la sociedad y no simplemente por encontrarse en situación de que se pueda solicitar su disolución.

De los (miles) U\$S 191 de pasivo al 31/12/15 según se desprende del cuadro precedente, U\$S 138.630 es con los accionistas lo que, entre otras cosas, explica porque una razón corriente tan baja no ha sido un problema para la firma. Se infiere que ICP está transitando por la etapa de maduración del fondo y es normal que aún no produzca ganancias y por lo tanto sus accionistas han financiado sus déficits. Se espera que cuando el fideicomiso haya completado sus inversiones, ICP equilibre sus cuentas. De hecho, la gerencia informa que, con la incorporación de dos nuevas propiedades al fideicomiso, el honorario de ICP se incrementó, y pasa a tener superávit en sus últimos meses de actividad. Ello aún no se refleja en el balance dado que el mismo representa el acumulado del año, y el honorario se incrementa a partir de las propiedades que se incorporaron en julio –Torre de los Profesionales- y noviembre –Merck-.

## CUADRO 5: Estado de Resultados ICP Uruguay

(miles de u\$s)	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos Netos	265	232	116
Gastos Administrativos	(319)	(280)	(136)
Resultados Financieros	(5)	(2)	(2)
Impuestos	(2)	(2)	(1)
Resultado del Ejercicio	(60)	(53)	(23)

NOTA: El Ej. 2013 es de 6 M por cambio de fecha de cierre

Fuente: EE.CC ICP Uy

Consecuentemente con lo expresado líneas arriba, los gastos siguen superando, por ahora, los ingresos. Esta situación, según afirma la gerencia de ICP, ya se habría equilibrado en los últimos meses del ejercicio recientemente cerrado. En tal sentido cabe reiterar el compromiso demostrado por los accionistas que desde el comienzo de las actividades en la administración de este fideicomiso, han cubierto los déficits confiando en alcanzar el equilibrio una vez se concreten las inversiones previstas.

### 3. El Fideicomiso

El Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias se constituyó mediante contrato celebrado el 6 de junio de 2011. El 5 de agosto del mismo año el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación No. 2011/132). Con fecha 15 de mayo de 2012 se realizó la suscripción de los títulos por U\$S 60 millones y posteriormente, los valores fueron emitidos en setiembre de 2012; tienen como titulares a los Fondos de Ahorro Previsional y al Banco de Seguros del Estado (BSE).

A junio de 2016 el fideicomiso no ha realizado nuevas inversiones más allá de una obra en Arocena Mall por U\$S 33.470; en consecuencia, sigue con una inversión del orden del 50 % de los fondos emitidos. No obstante, en reunión mantenida con CARE sobre el cierre de este informe, la administración informó que ha cerrado una nueva operación con oficinas 100 % alquiladas con la cual mejoraría sustancialmente esta situación.

El estado patrimonial y financiero del Fideicomiso se refleja en los EE.CC intermedios que cuentan con informe de revisión limitada por parte de Deloitte y cuyo resumen se presenta en los cuadros siguientes.

## CUADRO 6: Estado de Situación del Fideicomiso

(miles de \$)	30/06/16	31/12/15	31/12/14
<b>Activo</b>	<b>1.895.721</b>	<b>1.891.773</b>	<b>1.533.891</b>
Activo Corriente	778.669	781.224	897.478
Activo no Corriente	1.117.053	1.110.548	636.413
<b>Pasivo</b>	<b>2.283.703</b>	<b>2.205.023</b>	<b>1.700.049</b>
Pasivo Corriente	98.407	119.017	1.103
Pasivo no Corriente	2.185.296	2.086.005	1.698.946
<b>Patrimonio</b>	<b>(387.982)</b>	<b>(313.250)</b>	<b>(166.158)</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.895.721</b>	<b>1.891.773</b>	<b>1.533.891</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>7,91</b>	<b>6,56</b>	<b>813,67</b>

Nota: el pasivo no corriente incluye intereses contingentes

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

## CUADRO 7: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	30/06/16	30/16/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	38.267	21.762	51.517	26.571
Cambio de valor inversiones	-	-	118.215	83.288
Gastos Operativos	(17.870)	(10.982)	(27.284)	(19.961)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>20.397</b>	<b>10.780</b>	<b>142.448</b>	<b>89.899</b>
Resultados Financieros	(95.128)	(124.759)	(289.438)	(133.027)
<b>Resultado antes impuestos</b>	<b>(74.732)</b>	<b>(113.979)</b>	<b>(146.990)</b>	<b>(43.128)</b>
IRAE	-	-	(102)	(56)
<b>Resultado Integral Ejercicio</b>	<b>(74.732)</b>	<b>(113.979)</b>	<b>(147.092)</b>	<b>(43.185)</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

Puede observarse en los cuadros precedentes la evolución de la situación del Fideicomiso. A medida que se realizan inversiones el Fideicomiso empieza a percibir ingresos por alquileres pero que aun son insuficientes para cubrir los egresos operativos e intereses comprometidos, por lo que los resultados finales siguen siendo negativos. Hay que tener en cuenta que a junio de 2016 se habían realizado inversiones del orden del 50 % de los fondos recibidos y que los fondos líquidos, en función de la estrategia financiera dispuesta por el Fideicomiso, se colocaron a intereses inferiores a los intereses mínimos devengados por los títulos que es 2% anual.

En efecto, los fondos no utilizados clasificados como corrientes son del orden de U\$S 25 millones y están colocados a una tasa de interés anual de 0.85 % y en algún caso a 0.75 % mientras que los fondos clasificados como no corrientes, algo más de U\$S 6.2 millones están colocados a una tasa anual de 1.60 %.

De acuerdo al diseño de esta operación, los intereses mínimos garantizados pueden no desembolsarse hasta por tres años consecutivos y mientras eso ocurra se capitalizan. Hasta ahora no se ha configurado tal causal de incumplimiento ya que a la fecha se han cancelado los intereses mínimos devengados en 2012 por U\$S 1.387.990. También se capitalizan y se incluyen en el pasivo no corriente los intereses contingentes que, como se sabe, no son exigibles sino cuando haya fondos netos distribuibles y fundamentalmente, al final del período. Por tal concepto, se generaron en 2015 y se capitalizaron al 29/4/16 U\$S 2.778.082.

Un aspecto a tener en cuenta es que las pérdidas fiscales registradas hasta ahora y que podrían recuperarse vía impuesto a la renta, comienzan a prescribir a partir del ejercicio 2017 por lo que de no revertir los resultados negativos, dicha pérdida se confirmará.

Como consecuencia de sucesivos resultados fiscales deficitarios, el patrimonio contable del fideicomiso es negativo. Se explica por la relativa baja inversión realizada en función de los fondos disponibles, aspecto que se esperaba revertir en el ejercicio 2016 pero que hasta el momento no se ha conseguido. Esta situación, sin embargo, cambiaría sobre el cierre del ejercicio con una operación ya concretada y otra próxima a concretarse según informó a CARE la administración del Fideicomiso.

Sin embargo, cabe reiterar que lo que se califica es el riesgo que corre el beneficiario de recuperar el capital invertido con un interés mínimo de 2%. En grandes números, eso significa un interés devengado de U\$S 1.2 anuales. Surge de los EE.CC que, hasta el momento, se han generado recursos suficientes como para cubrir esa obligación, en los montos y plazos acordados en el contrato. Adicionalmente, de acuerdo al ya citado Informe de Gestión, a setiembre de 2016 (nueve meses de ejercicio) se han generado ya fondos netos (Ingresos operativos deducidos costos operativos y gastos del fideicomiso) por U\$S 1.180.599 a falta de tres meses para cerrar el ejercicio y sin considerar el último inmueble incorporado en el mes de noviembre así como el contrato de arrendamiento comentado en la sección I del presente documento.

En definitiva, los resultados exhibidos hasta ahora, se reitera, parecen ser reflejo de una política deliberadamente conservadora que puede resumirse en colocación de fondos líquidos en papeles de baja renta pero muy seguros e inversiones que combinen un buen valor de entrada con renta razonable.

Cabe decir, por otra parte, que el administrador y fiduciario trabajan en el marco de un Plan General de Inversión y que existen órganos de control como la Asamblea de Titulares y el Comité de Vigilancia con amplias facultades detalladas en los contratos respectivos. De hecho, esta estructura ha demostrado capacidad de adaptación a la realidad local promoviendo cambios como por ejemplo la posibilidad de adquirir sociedades propietarias de inmuebles y no solamente inmuebles lo que posibilitó concretar negocios que de otra manera no hubieran sido posibles.

### **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 mínimo.

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de ICP Uruguay S.A. y de EFAM, así como su capacidad para promover cambios, particularmente por parte de la firma administradora, que mejoren las opciones de inversión, se considera que la administradora y el fiduciario están en condiciones de cumplir con las responsabilidades del proyecto. *Riesgo bajo.*

**Riesgo de conflicto de intereses**, este aspecto está adecuadamente contemplado en el Contrato de Fideicomiso entre el fiduciario y el administrador. Riesgo mínimo.

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

**Riesgo por cambio del administrador**, se encuentra también previsto en contrato respectivo. *Riesgo bajo*

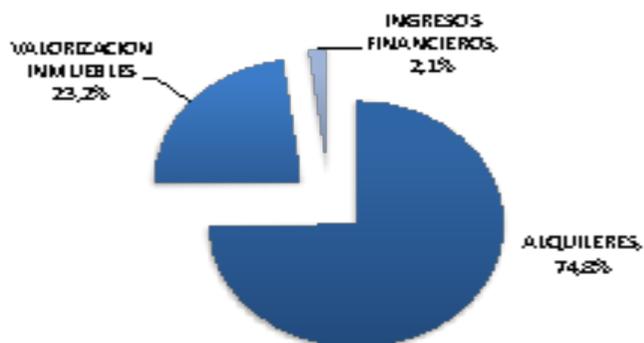
## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Con ocasión de la primera actualización realizada por CARE, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. Asimismo, los flujos fueron sensibilizados con diferentes niveles de stress para fortalecer el análisis. Dadas las características de este negocio, el tiempo transcurrido y que no se han realizado nuevas inversiones, se entiende que dicho análisis mantiene plena vigencia. Por tal motivo se transcribe del mismo, los puntos esenciales.

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias" es el de proveer a los inversores retornos a corto y largo plazo logrados esencialmente a través del alquiler de los inmuebles adquiridos por el Fideicomiso, y a la vez, aunque en menor medida, de la valorización de estos en el tiempo.

Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del Fideicomiso, o sea 30 años. El flujo de fondos del Proyecto se presentó en actualizaciones anteriores y los ingresos proyectados en el modelo de negocios se distribuyen aproximadamente en un 75% en ingresos por alquileres, un 23% por valorización nominal de los inmuebles en el tiempo y un 2% de ingresos financieros.



### 2. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

Según consta en la información proporcionada por el Administrador del Proyecto, la Tasa Interna de Retorno estimada en base a las inversiones realizadas desde la emisión y las nuevas proyecciones es del 6,29%. Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de los alquileres así como el cumplimiento del pago por parte de las empresas inquilinas y la tasa de vacancia de cada una de las inversiones inmobiliarias. Asimismo incluye una hipótesis de valorización de los inmuebles relacionada con el incremento de largo plazo del precio de los alquileres.

Este flujo ya contempla los avances realizados en el proyecto en los años transcurridos, en lo que respecta a la compra y alquiler de las unidades como a las inversiones financieras de los fondos líquidos.

Con el objetivo de modelar el comportamiento esperado de la Tasa Interna de Retorno, se realizaron diferentes análisis de sensibilidad al Flujo de Fondos presentado por el Administrador en setiembre de 2015. Por un lado, se sensibilizó utilizando el método de simulación Monte Carlo. Por otro lado, con el fin de complementar el primer análisis, se estudió cuál sería el alquiler mínimo que permitiera honrar los compromisos asumidos por el Fideicomiso.

Las dos metodologías utilizadas arrojaron resultados que confirmaron la capacidad de generar los flujos mínimos exigibles en el contrato de Fideicomiso en el plazo pactado.

En lo que respecta a los ingresos provenientes de inversiones financieras, continúan siendo sensiblemente menores, comparados con los proyectados en el prospecto de emisión. Esta diferencia obedece a que las tasa de interés en dólares han sido sensiblemente inferiores a las proyectadas en el Prospecto de Emisión.

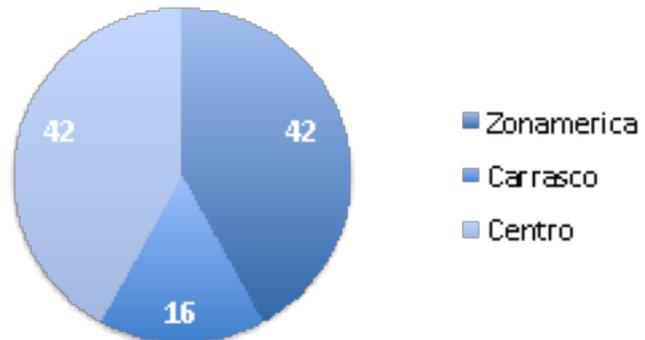
### **3. Algunas Consideraciones**

En este punto se describirán algunas acciones llevadas a cabo por el Administrador que mitigan riesgos inherentes al negocio inmobiliario y en particular al del Fideicomiso.

- a) Existe una eficiente diversificación geográfica de los inmuebles adquiridos por el Fideicomiso. Estos exhiben variadas tipologías así como usos posibles que permiten capturar contratos de alquiler con empresas de diferentes subsectores económicos cumpliendo con el modelo de negocios del prospecto de emisión. Los arrendamientos, están diversificados con empresas medias y grandes que tienen vínculos comerciales con la región, el resto del mundo y el mercado doméstico. Asimismo, el haber localizado inversiones en territorio Franco cuyos alquileres arbitran con zonas homólogas en la región o en el mundo, permite lograr contratos de alquiler con empresas que dependen de ingresos globales; o sea que no están expuestas al ciclo económico doméstico y regional.

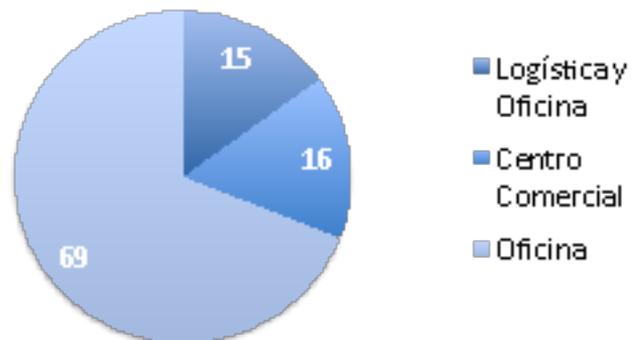
La diversificación antes mencionada, mitiga el riesgo inducido por la volatilidad del ciclo económico nacional y su efecto en los contratos de arrendamiento con empresas cuyo ingreso proviene exclusivamente del mercado interno. A continuación se describen gráficos que ilustran lo anteriormente expuesto.

### Diversificación Geográfica de las inversiones del Fideicomiso.



Fuente: Elaborado por CARE en base a información de ICP

### Diversificación por Destino de las inversiones del Fideicomiso



Fuente: Elaborado por CARE en base a información de ICP.

- b) El hecho de que el Fideicomiso esté expresado en dólares y la mayoría de los ingresos provenga de contratos de alquiler situados en Uruguay genera un descalce de moneda que es necesario mitigar. Esto se logra concentrando los contratos de alquiler en la moneda de la emisión (dólares) y eligiendo, en la medida que sea posible, empresas de primera línea. No obstante lo anterior, las empresas al estar radicadas en Uruguay sentirían los efectos de coyunturas macroeconómicas adversas que incidirían en los contratos futuros. El plazo de 30 años del Fideicomiso sirve como un atenuante de dicho riesgo, dado que en el largo plazo, los contratos de alquiler aumentan en dólares corrientes.

El Fideicomiso ha realizado una adecuada selección de activos y contratos de alquiler que permite atenuar el riesgo de descalce de moneda. El criterio de obtener inmuebles en territorio Franco mitiga en parte este riesgo, debido a que dichos inmuebles arbitran sus precios (del inmueble y del alquiler) en mayor medida con inmuebles con características homólogas en la región y el mundo.

## 4. Generación de Flujos

Como fuera mencionado en la sección III de la presente calificación, a setiembre de 2016 (nueve meses de ejercicio) se han generado ya fondos netos (Ingresos operativos deducidos costos operativos y gastos del fideicomiso) por aproximadamente 1.181.000 dólares. Aún faltando 3 meses para cerrar el ejercicio y sin considerar los ingresos producto de: (a) el inmueble incorporado en el mes de noviembre del presente año (100% arrendado), y (b) los provenientes del último contrato de arrendamiento comentado en la sección I del presente documento (1100 metros en Torre de los Profesionales); se puede considerar que el riesgo de generación de flujos para el pago de intereses fijos y mantenimiento del Fideicomiso es casi nulo.

### Riesgos considerados:

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios planteado en el Proyecto, el avance del mismo descrito en los párrafos precedentes y el seguimiento que realizará la calificadora al cumplimiento en plazo y forma de los compromisos de compra y alquiler, se considera que existe un riesgo bajo y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos. Riesgo Bajo.

**Riesgo de descalce de monedas.** Por lo anteriormente expuesto, se considera que este riesgo es medio.

## V. EL ENTORNO

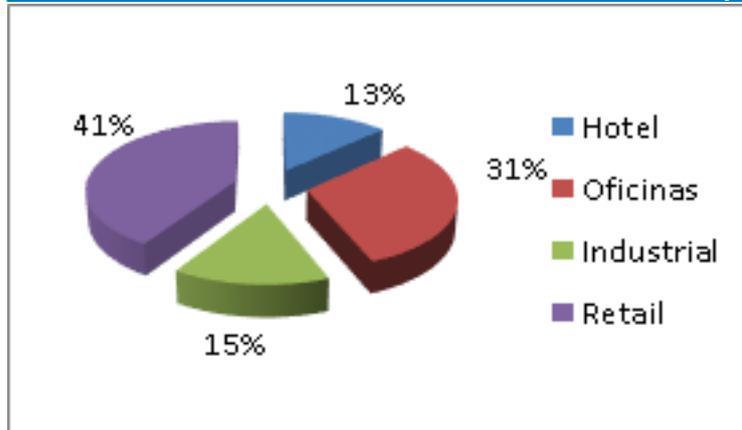
El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos proyectados, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno, regional o internacional, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los mercados que el país compite en lo que respecta a los incentivos o trabas para radicar empresas en el país.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de los alquileres y la valorización de los inmuebles en los años.

### 5.1 Riesgo Económico y de Mercado

El segmento de oficinas ha sido el principal destino de las inversiones en Real Estate Comercial en los países desarrollados en las últimas décadas. Sin lugar a dudas, la coyuntura macro monetaria global de tasas de interés nominales cercanas a cero y reales negativas, ha configurado un escenario más que propicio a la inversión inmobiliaria en todos su estamentos. Y el mercado de oficinas no fue la excepción. El siguiente gráfico muestra a modo de ejemplo la inversión en España según volumen de negocios con datos del primer semestre de 2016.

**Distribución de la Inversión en Real Estate Comercial en España.**





Fuente: CARE en base a Savills

El mercado de oficinas en Uruguay ha evidenciado un importante dinamismo a partir de la crisis económica financiera del 2002, cambiando radicalmente el paradigma del mercado, así como la oferta. A partir del año 2013, y hasta fines de 2015, ha evidenciado un enlentecimiento. En el período 2005 – 2012, el país comenzó a recibir inversión extranjera directa para producir edificios de oficinas. Estos, se enmarcaron en lo que se denomina “servicios globales” y donde Uruguay parecería tener condiciones de competitividad genuinas.

Dicha inversión se focalizó en oficinas en Montevideo, construidas en edificios de categoría A y A+.

Cuadro 8 Características de los edificios de oficinas por categoría	
Categoría A+	Categoría A
Ubicación estratégica	Buena ubicación
Excelente imagen edilicia	Hasta 20 años de antigüedad
Superficie de planta mayor de 400 m <sup>2</sup>	Flexibilidad de planta
Aire acondicionado VAV o VRV	Aire acondicionado fan coil o unidades centrales por piso
Más de 3 ascensores de alta velocidad	Más de 2 ascensores de alta velocidad
Piso técnico	Piso técnico
Grupo electrógeno	Escaleras de incendio
Escaleras de incendio presurizadas	
Sistemas de incendio normativa NFPA	
Vigilancia 24h y sistema inteligente de control de acceso al edificio	
Mínimo 1 cochera cada 100 metros de oficina	

Fuente: CARE

En 2015, Montevideo contaba con aproximadamente 30 edificios categoría A y A+, lo que se traduce en aproximadamente 250 mil metros cuadrados de oficinas de esta categoría<sup>3</sup>. El mayor desarrollo se evidenció en los años 2009 y 2014 cuando ingresaron casi 60 mil metros cuadrados nuevos al mercado. Esto implicó un incremento de más del 200% respecto al stock de oficinas del año 2008 (82.500 m<sup>2</sup>).

La tendencia creciente que evidenciaba la vacancia, parece haberse frenado. La oferta mostraba un importante dinamismo, el cual no fue acompañado con un incremento en la demanda, motivo por el cual la vacancia había registrado un importante aumento. Ante esta coyuntura, la construcción se detuvo, no se incrementó el stock ofrecido. La demanda comenzó a absorber los metros cuadrados construidos excedentes. Según informantes calificados, la tasa de vacancia de Montevideo asciende al 16%, mientras que la misma, se ubicaba en un 21,7% el año próximo pasado<sup>4</sup>. Cabe resaltar, que este indicador se redujo como consecuencia del no incremento de los metros cuadrados ofrecidos.

En base a la información de la demanda, el nivel de absorción de oficinas en edificios A y A+ es de alrededor de 21 mil metros cuadrados al año. O sea, la demanda se expandió a un ritmo en promedio de 1770 metros cuadrados por mes. Esta dinámica se entrecizó el último año, absorbiéndose un poco menos de 10 mil metros cuadrados. Al ser el mercado de oficinas de este tipo, un mercado transable regionalmente, dicho deterioro de la demanda pudo estar ocasionado por la conjunción de la inestabilidad política y económica de los países de la región y el marcado encarecimiento en dólares del país.

Es difícil argumentar en base a datos históricos que este comportamiento de la demanda sea permanente. A modo de ejemplo, en 1999 se estrenó la primera torre de las WTC y en 2001 la segunda. El mercado absorbió la totalidad de la oferta recién en 2008. Estos datos deben relativizarse, teniendo en cuenta la crisis que vivió el país en el 2002.

<sup>3</sup> Datos extraídos de Uruguay XXI y del Arq. Viñoles de Workplace Report, Colliers

<sup>4</sup> Datos extraídos de Informe de Mercado de Oficinas, Uruguay 2016. Coldwell BankerCommercia IWorkplace Uruguay.

Los precios de alquiler publicados por los propietarios, oscilan en valores de 25 dólares (oficinas clase A+), 19 dólares (oficinas clase A) y 18 dólares (oficinas clase B). Estas cifras son coincidentes con los valores de alquiler negociados y gestionados por el Administrador del Proyecto.

La proyección sobre la demanda y en definitiva sobre el precio de equilibrio, radica en analizar si la demanda internacional por oficinas de categoría A y A+ es transitoria o permanente. Cuanto más permanente sea el supuesto de demanda, mayor será la absorción y por ende, el precio de equilibrio.

En definitiva, la información disponible sugiere para el mercado de este tipo de oficinas, que las dificultades experimentadas en el último año ya mencionadas, en caso de persistir, serían transitorias y se absorberían en un plazo no mayor a cinco años. Asimismo, los compromisos fictos del Fideicomiso al ser bajos, lo fortalecen ante una coyuntura adversa de la demanda por inmuebles.

## **Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios.**

Según el modelo de negocios presentado en el Prospecto de Emisión, el retorno de la inversión se juega en primer lugar en los ingresos por arrendamientos, y en segundo término por la valorización de los inmuebles en el tiempo. El primer aspecto –arrendamientos– ya fue tratado en los párrafos precedentes. Corresponde ahora analizar la evolución del valor de los inmuebles. El modelo de negocios supone aproximadamente una apreciación promedio del 2,5% en dólares corrientes.

A continuación se expondrán dos diferentes metodologías teóricas para contrastar el supuesto mencionado párrafo arriba.

- (a) En moneda constante doméstica, el precio de los inmuebles (en promedio) tiende a crecer en el largo plazo, una cifra similar a lo que creció la economía en promedio, menos una depreciación teórica. Como el Fideicomiso está emitido en dólares, a este factor hay que sumarle la pérdida del valor del dólar promedio anual y restarle una depreciación por uso. Profundizando este cálculo teórico, si el Fideicomiso se hubiese emitido en el año 1985, el valor en dólares de los activos inmobiliarios se tendría que haber apreciado un 3% promedio anual por el crecimiento del producto y apreciado por un 2,5% promedio anual por la pérdida del valor del dólar en el tiempo. A su vez, se podría suponer una tasa de depreciación de 2% si asumimos una vida útil del inmueble de 50 años.
- (b) Otra alternativa de razonamiento que permite comparar el supuesto del prospecto sería observar la evolución del ICC (índice del costo de la construcción) en dólares corrientes, restándole la tasa de depreciación antes mencionada para el mismo período (1985-2014). Este índice captura la evolución del costo de reposición del inmueble en cuestión.

El prospecto supone una valorización del 2,5% anual; la teórica suponiendo una emisión idéntica en el año 1985 supone una valorización del 3,5%; y suponiendo que el precio del inmueble se comportara según la evolución del ICC en dólares menos la depreciación, el resultado sería en esta hipótesis una apreciación del 4,7% promedio anual.

La Gráfica siguiente describe los diferentes incrementos según las tres metodologías expuestas: la del prospecto, la teórica (vinculada a la variación del PBI), y la evolución del costo de construcción en dólares corregido por depreciación. Se puede afirmar, a partir de esta comparación, que las proyecciones de valorización de los inmuebles supuestas en el prospecto son conservadoras, lo que supone una alta probabilidad de ocurrencia.



### 4.3 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas sería la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. Históricamente los gobiernos del país, no han intervenido en este sub sector inmobiliario.

A la fecha de la presente actualización, no se advierte ninguna amenaza seria en lo que respecta al riesgo político.

#### Riesgo de Entorno:

*En conclusión, el riesgo de entorno, tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas, se considera bajo.*

## 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, la fiduciaria y el administrador, los activos subyacentes y el flujo de fondos, 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 y 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)<sup>5</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Julio Preve



Martín Durán Martínez



Mayid Sader

<sup>5</sup> 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.