

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
TORRES NUEVOCENTRO”**

Montevideo, marzo de 2017

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TITULOS DE DEUDA Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
15	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
17	V EL ENTORNO
20	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de la Emisión de Oferta Pública
Fecha: 23-3-2017

Certificados de Participación	tipo A UI 404.317.164
Calificación de Oferta Privada:	Certificados de Participación tipo BUI 14.410.483
Denominación:	Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro
Fiduciario:	TRUST Afisa
Comercialización:	CERNET S.A.
Servicer:	CERNET S.A.
Constructor:	EbitalS.A
Calificadora de Riesgo.	CARE Calificadora de Riesgo SRL
Vigencia:	30 de noviembre de 2017
Comite de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martin Duran
Calificación de Riesgo certificados A y B:	BBB (uy)
Análisis de contingencias jurídicas:	Olivera Abogados
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas administrados por terceros

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Torres Nuevocentro" con la nota BBB (uy).

Esta actualización analiza el riesgo de los beneficiarios de alcanzar una adecuada rentabilidad a partir de la construcción y posterior comercialización de 437 apartamentos y 219 garajes que se desarrollan en dos torres denominadas Torres Nuevocentro ubicadas en Bulevar Artigas y Luis Alberto de Herrera.

La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación original así como de sus actualizaciones son:

- Un negocio que desde el punto de vista económico continúa ofreciendo adecuadas perspectivas de lograr el propósito del mismo, esto es invertir y ser titular de derechos reales y/o personales en la construcción, administración, comercialización y financiación de las 437 viviendas y los 219 garajes de las Torres Nuevocentro. A estos propósitos se suma ahora, el arrendamiento y el arrendamiento con opción de compra como se verá más adelante.
- Un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos una rentabilidad satisfactoria para el inversor, tal como para múltiples circunstancias fuera analizado por CARE en el momento de la emisión y posteriormente para el nuevo plan de negocios aportado por el fiduciario en 2014. En dicha actualización y a través de la utilización del método de sensibilización de Montecarlo, CARE permitió situar el retorno para el inversor, dentro de un rango que oscila entre el 4,1% y el 7,7%.
- Con fecha 17 de noviembre de 2016, se celebró la Asamblea de Titulares, en la que se dispuso la modificación del Contrato de Fideicomiso. El objeto de dicha modificación, es incluir la posibilidad de arrendar y/o arrendar con opción a compra las unidades de apartamentos. Con este cambio, el Fideicomiso podría hacer frente a los gastos derivados del pago de los gastos comunes y de mantenimiento de las unidades que están en su propiedad, con los ingresos generados por estos arrendamientos.
- A la fecha de confección de esta actualización, se continuaba a la espera de la obtención de la aprobación final del permiso de construcción de los garajes exteriores necesarios según disposiciones Municipales.
- El avance de obra asciende al 100%. La empresa constructora hizo entrega de la primera torre en febrero del presente año y la segunda se ha entregado en marzo (también de este año). Las unidades pertenecientes a las oficinas de CUTCSA, fueron entregadas a fines de noviembre del año próximo pasado. En lo referente a las unidades canjeadas por los Derechos de sobre elevar, así como aquellas que son comercializadas por el Fideicomiso, las mismas se encuentran en proceso de ocupación. Para la

entrega de las unidades comercializadas a través de la ANV, al ser financiadas por el Banco Hipotecario a cada uno de los compradores se requiere la escrituración de las mismas. Para esto, se optó por seguir lo establecido en la Ley 16.760, según la cual es necesario que un banco firme los planos y se genere la primera hipoteca que da surgimiento a la propiedad horizontal. Para instrumentar lo antes dicho, se acordó con el Banco Santander

- El público objetivo al que se está dirigiendo la campaña de comercialización de las unidades de vivienda presentaría una demanda no satisfecha. Según se destaca en el informe sectorial que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, son adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, en octubre del 2016, según los cuales se corrobora lo anteriormente mencionado. El instrumento de alquiler con opción a compra permitirá cubrir el público objetivo de buen nivel de ingreso pero que no dispone de ahorros para el pago inicial. De esta forma, las viviendas estarán aptas para todos los públicos; el público inversor, el público que quiere comprar contado y/o financiado (y cuenta con ahorros suficientes para el pago inicial), el público que quiere comprar financiado pero que no cuenta con ahorros (alquiler con opción a compra) y el público que demanda alquileres.
- La volatilidad del tipo de cambio evidenciado en 2016 y en gran parte del presente año, si bien afecta el clima de negocios en lo que respecta a la comercialización de las unidades, no afectaría el negocio propuesto en el Proyecto por tres motivos: (a) es un flujo a 27 años y por lo tanto, los movimientos transitorios del tipo de cambio tienen baja incidencia en el retorno de la inversión, (b) La demanda de “vivienda para habitar” está íntimamente relacionada con el crédito hipotecario y en este proyecto el financiamiento está asegurado por ser parte del objeto del mismo, y (c) en el extremo que el tipo de cambio esté desalineado con las proyecciones del flujo de fondos, el Fideicomiso está facultado a enlentece el proceso de venta de las unidades y/o modificar cualquiera de las variables que más inciden en el negocio. Como se señala en el párrafo anterior, la posibilidad de alquilar las unidades de vivienda, dará otro insumo de negociación para el mantenimiento del Plan de Negocios original, sin reducir el retorno esperado de la inversión. Esta estrategia mitiga el riesgo de generación de flujos.
- La mejora de las expectativas económicas respecto al mismo período del año anterior, la persistencia en el tiempo de bajos rendimientos de activos financieros sumado a la apreciación de la moneda respecto al dólar han generado un campo más favorable en la actividad inmobiliaria. No obstante lo anterior, la incertidumbre persistió en mercado laboral, disponibilidad de crédito y evolución de las tasas de interés hacen que los promitentes compradores enlentezcan sus decisiones de consumo de vivienda.

- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Empero, los recurrentes ajustes en la instrumentación del régimen promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, realizados en los últimos meses, propician un clima de inversión inestable dados los constantes cambios en los beneficios fiscales para los inversores. En particular, las modificaciones en los Artículos 10 y 12 del Decreto 34/2017 del 6 de Febrero con fijaciones administrativas de precios tope de alquiler, atentan contra el clima de inversión sectorial. Ello no obstante, de registrarse efectos los mismos no afectan las inversiones realizadas con anterioridad a esas modificaciones.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada nuevamente para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Denominado Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro".

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, del mercado de valores, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa ni obstante una recomendación o una garantía de CARE para los 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 ¹.

El marco conceptual de esta calificación es un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del Fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, el derecho de los fideicomitentes A. Este derecho consiste en recibir semestralmente las utilidades obtenidas en virtud de las compraventas, promesas de compraventa, o cesión de promesas de compraventa a plazo de las unidades del inmueble a prorrata de su participación en el patrimonio fiduciario. Por reforma del objeto del fideicomiso se facultó al fiduciario a otorgar financiamiento por parte del fideicomiso, para la adquisición de las unidades de viviendas y garajes por los potenciales compradores. Asimismo, se evalúa en esta calificación, la propuesta en trámite, de que el Fideicomiso cuente con la alternativa de alquilar las unidades construidas. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (T.I.R) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva la nota sigue, entre otros criterios, el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y de adjudicaciones que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación y que obviamente signifiquen un retorno razonable al inversor.

¹ CARE Calificadora de Riesgo no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve. Contrató en su momento al Estudio Olivera Abogados, autor de los correspondientes informes jurídicos.

La vigencia de esta actualización de la calificación es hasta el 30 de noviembre de 2017. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

Hechos salientes del periodo

- En marzo del 2017, y de acuerdo el protocolo establecido, se entregó más del 70% de las unidades de vivienda por parte de EBITAL S.A. Se estima que en abril del corriente, el Fideicomiso cuente con el 100% de las unidades entregadas.
- A la fecha de la calificación, se encuentran comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva) aproximadamente el 45% de las unidades producidas; cadencia de ventas un poco menor a la proyectada en la confección del Flujo de Fondos que se describe en la sección IV.
- Dado que Fideicomiso ya tiene la facultad de arrendar unidades y, según informa el Administrador y el Comité de Vigilancia, se está implementando la nueva estrategia comercial, la que se encuentra en poder de CARE. Esta estrategia, contará con la presencia de nuevos intermediarios inmobiliarios para la venta o arrendamiento de las unidades.
- Se continúa trabajando para dotar al Fideicomiso de un mayor stock de garajes. A tales efectos, se prosigue con las medidas complementarias de adquisición de un predio en calle Cufre y el inicio de un trámite de iniciativa privada para construir plazas de garaje en el subsuelo del Parque de las Esculturas.

2. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Informe trimestral del Administrador adiciembre de 2016
- EE.CC de TRUST (Fiduciaria) al 30 de setiembre de 2016.
- EE.CC del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2016 ².
- Entrevistas al Comité de Vigilancia.
- Tercera Encuesta sobre el mercado inmobiliario de Research Uruguay.

². CARE debe aún recibir informe de Auditoría

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública y privada certificados de participación tipo A y tipo B respectivamente, en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Para La Construcción y Comercialización de los Edificios Para Vivienda Denominados Torres Nuevocentro".

1. Descripción general

Denominación: "Fideicomiso Financiero Para La Construcción Y Comercialización de los Edificios Para Vivienda Denominados Torres Nuevocentro". En forma resumida, "Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro".

Fiduciario: TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Administrador: Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause (Kisbur S.A.)

Constructor: Ebital S.A.

Proyecto y Dirección

de Obra: Estudio Gómez Platero.

Entidad

Representante: Bolsa Electrónica de Valores.

Títulos emitidos: Certificados de participación tipo A de oferta pública y tipo B de oferta privada.

Bienes

fideicomitidos: Los derechos de sobre elevar y las unidades y espacios conexos de conformidad con lo dispuesto en el Contrato de Reserva y la escritura de compraventa posterior. El Precio de la Emisión. El llamado Aporte Posterior de los fideicomitentes B. El producido de la inversión y reinversión de los Activos Financieros. Las sumas acreditadas en la Cuenta Fiduciaria, en la Cuenta de Reserva, y en la Cuenta Recaudadora. El Inmueble. Las Cobranzas de la Enajenaciones de Unidades. Los derechos de las indemnizaciones provenientes de los seguros que pudieran contratarse bajo el Contrato de Construcción y la Caucción. Los pagos recibidos por el Fiduciario en concepto de indemnización, multa y/o intereses moratorios, o cualquier otro concepto que derive del incumplimiento o rescisión de los contratos que el Fiduciario celebre con los potenciales adquirentes de las Unidades o cualquier otro contrato. Todo crédito, pago de indemnización y cualquier otro ingreso por cualquier concepto derivado de la administración y/o disposición de los Bienes Fideicomitidos, así como los derechos que resulten a su favor en virtud de cualquier contrato que celebre con terceros para ejecutar la construcción del Inmueble, y en general cualquier ingreso o fondo existente en las Cuentas. Todos los demás bienes, derechos y obligaciones de cualquier naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso.

Moneda de los CP: UI.

Importe de la Emisión: Emisión de Oferta Pública:
Certificados de Participación tipo A UI 404.317.164 y
Calificación de Oferta Privada:
Certificados de Participación tipo B UI 14.4104.83

Calificación de Riesgo de los certificados de participación A y B: BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis agregado en el Anexo I de la calificación original y de la actualización de abril de 2014, recorrieron distintas contingencias jurídicas descartando los riesgos a ellas asociados. (Véase en www.care.com.uy).

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 posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. En función de los informes jurídicos antes mencionados, y teniendo en cuenta el tiempo transcurrido con ausencia de conflictos, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura es casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. Los certificados 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. *El riesgo es bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN.

La estructura de gobernanza del fideicomiso que fuera diseñada para cumplir con los objetivos del mismo, requiere ser analizada desde la peculiar realidad actual. Esta muestra que todas las actividades previstas originalmente se fueron resolviendo satisfactoriamente demostrando el correcto funcionamiento de la estructura tal cual fuera analizada por CARE en la calificación original y actualizaciones posteriores. Hoy, con la obra terminada y prácticamente entregada, o en vías de entregarse, solo queda completar su comercialización.

A la realidad descrita se le agrega la modificación introducida que permite al Fideicomiso, además de la venta de las unidades, su arrendamiento en sus dos modalidades, arrendamiento simple o arrendamiento con opción a compra.

CERNET SA pasa a tener un rol de coordinador de ventas y dejará de comercializar unidades directamente. Mantiene en cambio la exclusividad en su actividad de originador de créditos, rol para el que, tal como fuera evaluado oportunamente, se considera especialmente apto. La venta directa de las unidades se encarga a 5 conocidas inmobiliarias de plaza.

En definitiva, comienza una nueva etapa cuyo desempeño esperado ha sido analizado en otras secciones de este informe y que constituirá el foco principal en próximas actualizaciones.

a) La Fiduciaria

Sigue siendo TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Antecedentes

TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A. (TRUST AFISA) es una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas. Su domicilio es Rincón 487, Oficina 305, Montevideo. Tiene por objeto exclusivo la administración de fondos de inversión de conformidad con lo dispuesto por la Ley No. 16.774 de 27 de setiembre de 1996 y demás normas reglamentarias, modificativas y complementarias, pudiendo ser fiduciaria en fideicomisos financieros de acuerdo con el Artículo 26 de la Ley No. 17.703. Como tal, se encuentra regulada y supervisada por el Banco Central del Uruguay (BCU).

TRUST AFISA ha sido autorizada a operar como administradora de fondos de inversión por comunicación del BCU No 2011/180 del 5 de octubre de 2011. Cuenta con un capital autorizado de \$ 20.000.000 de los cuales se han integrado \$ 6.220.000.

Situación actual

Son accionistas de la firma: Gustavo Licandro Bosc (15%); Federico Alberto Huergo (32.50%); Mariano Bunge Guerrico (18%); Gonzalo Rafael Alonso (11%); Horacio Julio Bonavia (13.50%); Hugo E. Bunge Guerrico (5%) y Ramón Santamaría (5%). Los tres primeros, además, integran el Directorio de la sociedad. La Administración está a cargo de Mariano Bunge, como Oficial de Cumplimiento e Inés Díaz Rial de Licandro como Contador General. Realiza la

Auditoría Externa, el Estudio Echeverría Petit & Asociados.

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados al 30 de setiembre de 2016 y su comparativo con el ejercicio anterior.

CUADRO 1: Estado de Situación de TRUST			
(miles de \$)	30/9/16	31/12/15	31/12/14
Activo	29.909	29.568	20.695
Activo Corriente	2.504	2.102	1.934
Activo no Corriente	27.405	27.466	18.761
Pasivo	18.235	21.054	12.969
Pasivo Corriente	234	333	171
Pasivo no Corriente	18.000	20.721	12.798
Patrimonio	11.674	8.514	7.726
Pasivo y Patrimonio	29.909	29.568	20.695
Razón Corriente	10,70	6,31	11,31

Fuente: EE.CC TRUST

CUADRO 2: Estado de Resultados de TRUST				
(miles de \$)	30/9/16	30/9/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos Netos	4.073	2.012	3.223	2.910
Ingresos Diversos	78			
Resultados Financieros	4.673	1.525	2.103	1.409
Total Ganancias	8.824	3.537	5.326	4.320
Gastos de Administración	(1.673)	(1.098)	(2.065)	(2.321)
Gastos financieros	(3.960)	(1.933)	(2.473)	(1.373)
Total Egresos	(5.633)	(3.030)	(4.538)	(3.694)
Resultado del Ejercicio	3.191	507	788	626

Fuente: EE.CC TRUST

La información del cuadro precedente al 30 de setiembre de 2016 y 2015, refieren a períodos de nueve meses.

Se desprende de dichos cuadros que la firma tiene aún escasa actividad pero creciente y con resultados positivos. En efecto, administra a la fecha de elaboración de este informe tres operaciones: el FF Torres Nuevo Centro; el FF Campos Sustentables y el Fideicomiso de Administración Inversora Rincón Trust. En consecuencia no hay motivos para cambiar el juicio acerca de su idoneidad para administrar esta operación.

b) El Fideicomiso

En la oportunidad, la fiduciaria presenta los EE.CC del fideicomiso FF TNC al 31/12/16.

El patrimonio contable al 31/12/16 equivale a U\$S 49.9 millones, producto de convertir el saldo contable en moneda nacional entre 29,34 que fue el tipo de cambio utilizado en los mismos. Las emisiones de CP's sumaron U\$S 60.2 millones de los cuales U\$S 58.2 millones correspondieron a los CP's tipo A y U\$S 2 millones a los CP's tipo B de oferta privada. Cabe decir, que el criterio contable para registrar el valor de las obras en curso es el de costo histórico y que se clasificaron como activo corriente las que se estima se venderán en el

corto plazo (estimado en 220 unidades, de un total de 437). De esta forma, el costo registrado asociado a 220 unidades que se espera sean vendidas en el ejercicio en curso es de \$ 795.689.641 mientras que por las 217 restantes a ser comercializadas a partir de enero de 2018 es de \$ 784.839.327.

CUADRO 3: Estado de Situación del FFTNC			
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Activo	1.660.170	1.612.909	1.551.451
Activo Corriente	874.075	988.203	762.189
Activo no Corriente	786.095	624.706	789.262
Pasivo	196.881	158.280	152.068
Pasivo Corriente	196.668	152.975	72.108
Pasivo no Corriente	213	5.305	79.960
Patrimonio	1.463.289	1.454.628	1.399.383
Total Pasivo y Patrimonio	1.660.170	1.612.909	1.551.451
Razón Corriente	4,44	6,46	10,57

Fuente: EE.CC FFTNC

A la fecha de cierre de este informe, la obra está prácticamente culminada habiéndose entregado por parte del constructor (Ebital) al Fideicomiso el 70 % de las unidades (según protocolo establecido) estimándose entregar el resto en el mes de abril de 2017. Si bien los importes comentados refieren a la situación al 31/12/16, dado el avance de la obra a esa fecha se puede inferir que los mismos representan razonablemente la casi totalidad de los costos de la obra.

CUADRO 4: Estado de Resultados del FFTNC		
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15
Ingresos Operativos	1.395	1.858
Ingresos Diversos	3.973	38
Ingresos Financieros	38.653	107.247
Total Ganancias	44.020	109.143
Gastos de Administración y ventas	(4.528)	(11.367)
Gastos Diversos	(2.594)	(16.241)
Gastos Financieros	(28.164)	(22.240)
Total Pérdidas	(35.286)	(49.848)
Resultado del Ejercicio	8.735	59.295
Ajuste período anterior	(74)	(4.050)
Resultado Integral del período	8.660	55.245

Fuente: EE.CC FFTNC

Los resultados refieren básicamente a colocaciones financieras y diferencias de cambio. Los ingresos que figuran como "operativos" refieren al servicio de "originación" que se realizó a algunos clientes. Ya fue aprobada la posibilidad de arrendar inmuebles como una opción transitoria que permitirá al Fideicomiso ingresos no previstos originalmente, permitiendo de esa forma administrar con mayor comodidad los tiempos de venta.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa ha obtenido la autorización y habilitación por parte del BCU -dictada en Comunicación Ne 2011/180 de 5 de octubre de 2011 y figura en los registros que a tales efectos lleva el BCU en su página web. En consecuencia, se considera que desde este punto de vista el riesgo *es casi nulo*.

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función por parte de la empresa constructora; considerando que el fiduciario, que por ser empresa de reciente creación no cuenta con antecedentes, está integrado por profesionales de experiencia y que para el desempeño de su función ha contratado una firma con amplios antecedentes; considerando además, que se ha creado una estructura administrativa y de controles que revelan preocupación por el fiel cumplimiento del proyecto; *se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es muy bajo*.

Riesgo constructivo, al haber culminado la obra no corresponde.

Riesgo de Comercialización, vinculado a la nueva estructura diseñada ante los cambios ya comentados en el sentido que el Fideicomiso podrá, además de vender unidades, arrendarlas. Se considera que la misma parece adecuada al incorporar agentes especializados (inmobiliarias). *Riesgo bajo*.

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

En definitiva, el riesgo analizado en esta sección se encuentra acotado, por haberse terminado la obra, por contar con un Plan de Negocios razonable y un adecuado sistema de controles en la comercialización de las unidades.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DEFONDOS

Con ocasión de las calificaciones anteriores, 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. No obstante lo anterior, y dadas las modificaciones en el plan de negocios comentadas párrafos arriba (arrendamientos), se hace necesario elaborar un nuevo Flujo de Fondos.

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

De acuerdo al contrato de Fideicomiso Financiero y sus respectivas modificaciones, el objeto del "Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro" es la emisión en oferta pública, de Certificados de Participación por un monto de Emisión de UI 404.317.164 de oferta pública y UI 14.410.483 de Oferta Privada, a favor de los Fideicomitentes, con el objetivo de desarrollar la construcción del inmueble en el terreno y la comercialización de la unidades del mismo.

Como fuera mencionado en actualizaciones anteriores, el administrador realizó una actualización del flujo de fondos proyectado del negocio fiduciario incorporando la información actualizada del primer año del proyecto y ajustando las proyecciones del mismo. De acuerdo a este cálculo, la TIR del proyecto en UI alcanzaría 6,46% (ver Cuadro 5).

Los supuestos introducidos en la confección del nuevo flujo de fondos establecen una cadencia de ventas similar a la que se realizó en la construcción. Este supuesto es conservador dado que, en esta nueva etapa, las torres estarán concluidas, habrá varias unidades de muestra y el horario de visita será extendido. Es esperable que esta nueva realidad colaborará en agilizar el proceso de comercialización de las unidades

Se destaca el instrumento de arrendamientos y arrendamiento con opción a compra, que colaborará en acercar una demanda derivada de un nuevo público objetivo. El instrumento de alquiler con opción a compra permitirá cubrir aquel público objetivo de buen nivel de ingreso pero que no dispone de ahorros para el pago inicial. De esta forma, las viviendas estarán aptas para todos los públicos; el publico inversor, el público que quiere comprar contado y/o financiado (y cuenta con ahorros suficientes para el pago inicial), el público que quiere comprar financiado pero que no cuenta con ahorros (alquiler con opción a compra) y el público que demanda alquileres.

Estas acciones mitigarán el riesgo de generación de Flujos, en el entendido de que los mismo están pensado en el aporte de cuotas de crédito, cuotas de alquiler o cuotas de alquiler con opción a compra.

CUADRO 5 Flujo de Fondos Proyectado FF TNC *

En UI	2017	2018	2019	2020	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
FUENTES FONDOS											
Fondeo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Transf. a Pesos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Colocación a Plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cobranza Coloc. a Plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses Ganados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cobranza/Venta Unidades	123.574	94.692	42.600	42.600	39.767	27.532	9.699	2.158	2.158	2.071	7.180
TOTAL FUENTES	123.574	94.692	42.600	42.600	39.767	27.532	9.699	2.158	2.158	2.071	7.180
USOS DE FONDOS											
Costos Obra	-18.629	-4.617	-5.272	3.583	-	-	-	-	-	-	-
Costos Comercialización	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Costos Administración	-2.925	-2.925	-2.249	-2.249	-2.249	-2.249	-2.249	-	-	-	-
Costos Estructuración	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros Costos no Presup.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Costos Venta LP	-13.666	-12.433	-10.298	-9.891	-1.296	-604	-311	-250	-212	-174	-133
GGCC- Contrib.-I.Primaria	-	-5.255	-2.497	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL USOS FONDOS	-35.220	-19.975	-17.819	-8.557	-3.545	-2.853	-2.560	-250	-212	-174	-133
Saldo Preliminar	108.954	74.717	24.781	34.043	36.222	24.679	7.139	1.907	1.945	1.897	7.047

TIR 4,79%

* Flujo abreviado a los efectos de la presentación de éste informe

Fuente. El Administrador

El ritmo de ventas ha sido menor que el proyectado en el Prospecto de Emisión. No obstante, los ajustes al alza en los precios de las unidades (viviendas y garajes) han compensado el efecto económico de dicho enlentecimiento.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. En cuanto a este punto, si consideramos las expectativas de rentabilidad del negocio así como el seguimiento recurrente que se realiza del mismo, existiría un riesgo bajo de generación de flujos. Si bien se continúan verificando un unas expectativas económicas poco alentadoras (incremento del desempleo y volatilidad del tipo de cambio) que redundan en un enlentecimiento de las ventas, la estrategia comercial planteada por el Fideicomiso permite brindar un adecuado resguardo ante el efecto de estos cambios del entorno en la generación de fondos. *Riesgo bajo.*

Riesgo de descalce de monedas. Se ha mitigado sensiblemente con el cambio de moneda del Fideicomiso. *Riesgo bajo.*

Riesgo Comercial. Este refiere a la posibilidad que el diseño y ejecución del proyecto resulte desenfocado en cuanto al mercado objetivo y que, en consecuencia se afecte la capacidad de generar ingresos por parte del fideicomiso. La cadencia de ventas ha sido más lenta que lo que se esperó en el Prospecto original. El hecho de que las Torres estén construidas, colaboraría en acelerar el proceso de venta o arrendamiento. *Riesgo bajo.*

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto, tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios al proyecto. Incluyen por ejemplo, la política tributaria general, la particular del sector, la existencia de subsidios en el crédito de construcción, en el de compra de inmuebles, las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, etc.

Las conclusiones del análisis de entorno de CARE no difieren de lo informado en ocasión de la actualización de noviembre, por lo cual se transcriben de la misma los puntos esenciales.

1. Mercado

Los drivers de la demanda de vivienda en general y en particular el segmento que involucra a los proyectos del Fideicomiso han experimentado un shock negativo respecto a la calificación inicial.

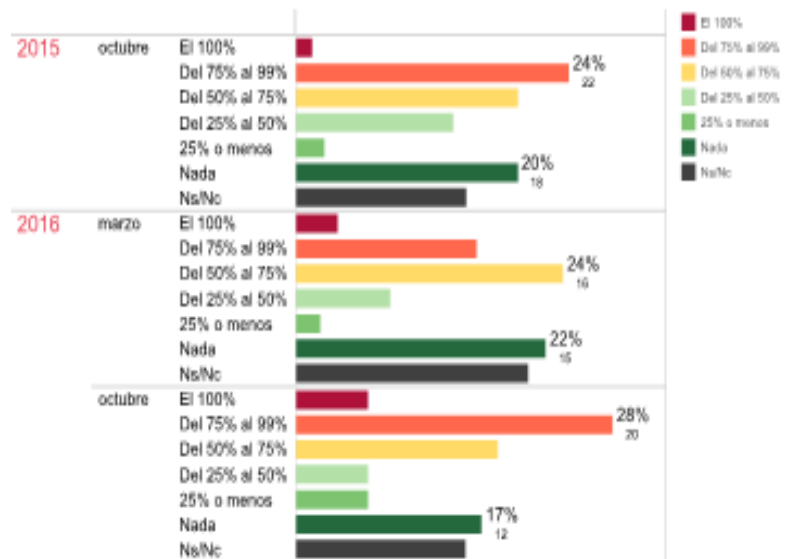
En la actualidad, las expectativas de evolución de la tasa de interés, del ingreso medio de los hogares y del acceso al crédito hipotecario presentan perspectivas no tan favorables para el negocio inmobiliario en Uruguay, a diferencia de lo que fuera señalado en la calificación original. Este cambio de expectativas se fundamenta sobre la base del conjunto de incertidumbres que atraviesan las políticas macro monetarias globales y regionales así como el desenlace que tendrán los recientes procesos políticos/económicos en Brasil y Argentina.

Las variaciones del tipo de cambio, continúa afectando el clima de negocios en lo que respecta a comercialización de las unidades, tanto en su demanda por "consumo" como en su demanda por "inversión". Cuando la moneda de aprecia, se favorece el poder de demanda de los consumidores pero al mismo tiempo se encarece el proceso de construcción de la vivienda (o costo de reposición), que es uno de los indicadores de referencia para determinar el precio de venta de las unidades. Cuando la moneda se deprecia, pasa lo contrario, aunque se agiliza el mercado de oferta de proyectos inmobiliarios (inversión), ya que el costo de construir baja expresado en dólares. El problema más grave que afecta al sector es la incertidumbre sobre la evolución de la moneda.

A su vez, la demanda por compra de vivienda para consumo dependería en gran medida del acceso al crédito hipotecario. Esto se fundamenta en que las personas y familias necesitarían financiamiento por aproximadamente el 50% del valor de la misma. Esta tendencia continúa incambiada desde la última actualización. Esto se infiere de la encuesta realizada por Research International a solicitud de CARE, que investigó los aspectos salientes de la demanda de vivienda por motivo "inversión" y por motivo "consumo" (alquiler y/o compra) en Montevideo y el suroeste del departamento de Canelones.

Gráfica 1. Necesidad de financiamiento

Qué porción piensa que será financiado



P24.2 - ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?
 Base octubre 2015: 60 - Base marzo 2016: 67 - Base octubre 2016: 71

Pregunta: ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?
 Fuente: CARE en base a información de RIU.

En definitiva el riesgo se encuentra acotado. Por lo que se considera medio bajo.

2. Las políticas públicas

En ocasión de la calificación se analizó las disposiciones de las políticas públicas en torno a la vivienda, que recogían amplio consenso favorable en todos los sectores políticos, y que tendían a alentar tanto la oferta de viviendas (con beneficios para la construcción para sectores de nivel medio) como para la demanda – incluso arrendamiento- de esos sectores.

Como se mencionó en aquella oportunidad, esta medida brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública.

El actual gobierno continúa, por el momento, con la política de consolidación de estímulos no distorsivos a la competencia, tanto a la oferta como a la demanda en ese segmento socioeconómico. No obstante lo anterior, en los últimos años, se han realizados modificaciones con información contradictoria para los agentes. Los recurrentes ajustes en la instrumentación del régimen promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, realizados en los últimos meses, propician un clima de inversión inestable dados los constantes cambios en los beneficios fiscales para los inversores. En particular, las modificaciones en los Artículos 10 y 12 del Decreto 34/2017 del 6 de Febrero con fijaciones administrativas de precios tope de alquiler, atentan contra el clima de inversión sectorial.

3. Conclusiones sobre el entorno

El factor que más está afectando la evolución sectorial es la incertidumbre: volatilidad del tipo de cambio, mensajes desde la política pública contradictoria hacia los beneficios de la Ley VIS, incremento de las tasas en UI y disminución del crédito hipotecario, aumento del desempleo y la inflación, es una combinación de factores que tienen impacto sectorial negativo.

El riesgo mercado se encuentra acotado. La nueva estrategia seleccionada por el Fideicomiso, referente al arrendamiento o arrendamiento con opción a compra de las unidades, incorpora un público objetivo nuevo, mitigando de esta manera el riesgo vinculado al enlentecimiento de las ventas producto de la coyuntura económica antes descripta. *Riesgo medio bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado. En lo que refiere a proyectos destinados a la vivienda social, las últimas modificaciones regulatorias afectan las expectativas pero no los proyectos que están en marcha. Por lo antes mencionado, el *riesgo se considera medio bajo.*

En conclusión el riesgo de Entorno se considera medio 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 la constructora, 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 certificados de participación recogen la calificación BBB (uy)³. de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

³ 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.