

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

Montevideo, noviembre de 2018

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
17	V EL ENTORNO
27	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de la Emisión de Oferta Pública.
8 -noviembre-2018**

Certificados	de Participación tipo A UI 404.317.164
Calificación	de Oferta Privada:
Certificados	de Participación tipo B UI 14.410.483
Denominación:	Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro
Fiduciario:	TRUST Afisa
Comercialización:	CERNET S.A.
Servicer:	CERNET S.A.
Constructor:	Ebital S.A
Calificadora de Riesgo.	CARE Calificadora de Riesgo. SRL
Vigencia:	30 de abril de 2019
Calificación de Riesgo	certificados A y B: BBB + (uy)
Análisis de contingencias jurídicas:	Olivera Abogados
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Torres Nuevocentro" manteniendo la calificación 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 construyeron en dos torres denominadas Torres Nuevocentro (TNC) ubicadas en Bulevar Artigas y Luis Alberto de Herrera.

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 jurídico ofrece todas las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico continúa ofreciendo adecuadas perspectivas de lograr el propósito del mismo. Actualmente se considera un amplio menú de opciones para mejorar transitoriamente la demanda: venta con financiación propia, alquiler y el alquiler con opción de compra.
- Un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable a juicio de CARE, tal como fuera analizado por la Calificadora en el momento de la emisión y posteriormente para las siguientes modificaciones del modelo de negocios, la última de las cuales se analizó en la anterior actualización (marzo 2018). Las expectativas de rentabilidad una vez realizados algunos ajustes en nuestro cálculo, vuelve a bajar levemente, pero mantienen valores positivos, que podrían mejorar si en el mediano plazo aumentaran algunos activos del Fideicomiso, tal como se espera razonablemente.
- Al 30 de setiembre de 2018 se encontraban comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva y alquiladas con opción a compra) aproximadamente el 63% de los apartamentos y el 32% de los garajes. Considerando también los demás alquileres, los porcentajes se elevan al 67% para el caso de los apartamentos y al 74% en los garajes.
- Se destaca la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios.
- Como forma de aprovechar el creciente incremento del precio de la tierra originada por las propias torres en su zona de influencia, el fideicomiso adquirió dos terrenos para la construcción de más garajes y tiene posibilidad de participar en otro emprendimiento, también para la construcción de garajes, debajo de la Plaza de las Esculturas.

- El público objetivo al que se está dirigiendo la campaña de comercialización de las unidades de vivienda presenta una demanda no satisfecha. Según se destaca en el informe sectorial actualizado a junio de 2018 que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, siguen siendo adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, en junio de 2018. La estrategia de comercialización, basada en la posibilidad de alquilar con opción a compra permite cubrir el público objetivo de buen nivel de ingreso pero que no dispone de ahorros para el pago inicial, o que no quiere asumir compromisos de largo plazo ante un escenario poco claro en lo económico. 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. Todas las opciones comerciales se evalúan permanentemente para verificar su eficacia.
- En la Sección V de la presente actualización se describen los principales factores que están incidiendo en el mercado inmobiliario doméstico. En ese sentido, el Fideicomiso estaría mitigando parte de las dificultades existentes debido a que: (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 enlentecer el proceso de venta de las unidades y/o modificar cualquiera de las variables que más inciden en el negocio. La posibilidad de alquilar las unidades de vivienda, mejora la capacidad de negociación para el mantenimiento del Plan de Negocios original, sin reducir el retorno esperado de la inversión. Esta estrategia como ya se informó con anterioridad continúa siendo eficaz para mitigar, por ahora, el riesgo de generación de flujos.
- 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. No obstante lo anterior, en los últimos años, se han realizado modificaciones con información contradictoria para los agentes, relativos a ajustes en la instrumentación del régimen promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, que si bien no aplicarían totalmente en este caso, éstos pueden contribuir a generar un clima de inversión inestable dados los constantes cambios en los beneficios fiscales para los inversores.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada 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 no 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 juicio¹.

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, en beneficio de los fideicomitentes, según contrato original y sus modificaciones. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (TIRs) 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.

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, por el Ing. Julio Preve y el Ing. Adrián Tamber. Se 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 abril de 2019. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

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.

2. Hechos salientes del periodo e información analizada

- En el cuadro 1 se presenta la situación comercial de las unidades al 30 de setiembre de 2018.

Cuadro 1: Situación de unidades al 30/09/2018		
	Apartamentos	Garajes
Vendidos	175	57
Alquiler con opción a compra	101	14
Alquiler	17	90
Sub Total Comercializado	293	161
A Vender o Alquilar con Opción a Compra	144	58
TOTAL	437	219

Fuente: El Fiduciario

- Según informa el Fiduciario, desde la implementación de la modalidad de alquiler con opción a compra y hasta el 30 de junio de 2018 ya se llevaban 101 apartamentos y 14 garajes comercializados bajo esta modalidad.
- En resumen, de los 437 apartamentos disponibles hay 175 compromisos firmados, 101 alquilados con opción a compra y 17 alquileres, por lo que al 30 de setiembre de 2018 restan por colocar 144 unidades. Con referencia a los garajes, de los 219 construidos, se vendieron 57, se alquilaron 90 y 14 se alquilaron con opción a compra, por lo que resta colocar 58.
- Respecto de las diferentes torres, la Herrera se encuentra ya en un 90% ocupada, mientras que el porcentaje de ocupación de la Artigas es del 45%.
- Se proyecta que el 85% de las unidades que resta comercializar serán bajo la modalidad de alquiler con opción a compra y el 15 % restante contado.
- Sin considerar los alquileres (con o sin opción a compra) restan por vender 262 apartamentos y 162 garajes. Se proyecta que se venderían unas 96 unidades por año, lo que a juicio de CARE parece optimista considerando las ventas de los últimos meses y la situación actual del mercado inmobiliario (ver Sección V). Parece sí razonable que ese número se logre en base a alquileres con opción a compra y de esta forma se logre una mayor ocupación de las torres.
- Con el objetivo de dotar al Fideicomiso con más oferta de garajes y también para capturar el "upside" de precio en los terrenos de la zona derivados de la construcción del Shopping y las Torres, es que el Fideicomiso TNC optó por tomar posición en tierras y derechos de uso de algunos terrenos en las inmediaciones de las torres para incorporar patrimonio del Fideicomiso. Estos son:
 - Tierra de 600 metros en Juan Cruz Varela, a metros de la plaza de las Esculturas. El fiduciario aprobó el presupuesto para la construcción de 87 lugares de garajes en este terreno. El proyecto prevé la posibilidad de adaptar el edificio a oficinas en un futuro. Comparado con el presupuesto original no ejecutado, este nuevo diseño tiene un incremento del 17%, quedando en aproximadamente 1,17 millones de dólares.

- o Predio de 5.500 metros cuadrados con frente a Gral Flores y a calle Cufre. A la fecha (setiembre de 2018), se culminó con la obra de las cocheras las que ya están disponibles para el alquiler de los propietarios e inquilinos de las Torres Nuevocentro. Las asambleas de Copropietarios del 6 de agosto aprobaron la presentación ante la Intendencia del proyecto de las cocheras provisorias en este terreno.
- o En relación a la Iniciativa privada (IP) para construir 400 plazas de parking debajo de la Plaza de las Esculturas, la IMM no ha llamado a licitación para la entrega de propuestas. Durante el primer semestre del año se trabajó en el diseño del proyecto y se realizó una proyección financiera preliminar para estudiar la viabilidad del proyecto y se seguirá trabajando en el mismo a la espera del llamado de la intendencia.

Estas tres acciones generarán nuevos negocios y mejores flujos financieros para el FFTNC.

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Informes trimestrales del Administrador, el último de los cuales es a setiembre de 2018
- Entrevista al Comité de Vigilancia
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio 2018.
- Estados Contables intermedios de la Fiduciaria al 30 de junio de 2018.
- Informe Sectorial Inmobiliario de CARE a julio de 2018
- Encuesta sobre el Mercado Inmobiliario, RESEARH URUGUAY, junio de 2018

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 Nueva Centro".

1. Descripción general

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

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 Caución. 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 realidad actual con la obra terminada y entregada, queda completar su comercialización y la concreción de nuevos negocios.

En definitiva, se valora la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios.

a) La Fiduciaria

La fiduciaria es TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A. (TRUST AFISA); se trata de 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.

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados al 30 de junio de 2018 y su comparativo con el período anterior.

Cuadro 2: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)			
Concepto	30/6/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo	31.342	29.381	29.365
Activo Corriente	3.836	1.298	1.862
Activo no Corriente	27.507	28.083	27.503
Pasivo	21.106	19.632	19.421
Pasivo Corriente	1.488	1.393	848
Pasivo no Corriente	19.618	18.239	18.572
Patrimonio	10.236	9.749	9.945
Pasivo y Patrimonio	31.342	29.381	29.365
Razón Corriente	2,58	0,93	2,20

Fuente: EE.CC TRUST

Cuadro 3: Estado de Resultados de TRUST (miles de \$)			
Concepto	30/6/2018	30/6/2017	31/12/2016
Ingresos Operativos Netos	4.723	2.605	5.249
Ingresos Diversos	343	70	78
Ingresos Financieros	2.151	1.860	5.927
Total Ganancias	7.217	4.535	11.253
Gastos de Administración	(2.377)	(1.820)	(4.407)
Gastos financieros	(2.230)	(1.012)	(5.385)
Total Egresos	(4.607)	(2.832)	(9.792)
Resultado del Ejercicio	2.611	1.703	1.462
Ajuste integral (ejercicio anterior)	-	-	(31)
Resultado Integral del Período	2.611	1.703	1.431

Fuente: EE.CC TRUST

El capital autorizado de la sociedad es de \$ 20 millones en acciones de valor nominal de \$ 1 cada una y a la fecha se han integrado \$ 6.22 millones.

TRUST AFISA comenzó a operar efectivamente como fiduciaria a partir del ejercicio 2013 administrando el fideicomiso financiero "Torres Nuevocentro"; en la actualidad administra, además, el fideicomiso financiero "Campos Sustentables" y el fideicomiso de garantía "Inversora Rincón Trust".

Su idoneidad para administrar esta operación no ofrece reparos.

b) El Fideicomiso

En la oportunidad, la fiduciaria presenta los EE.CC. intermedios del fideicomiso FFTNC al 30/6/18.

Cuadro 4: Estado de Situación del FFTNC (miles de \$)			
Concepto	30/6/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo	1.717.158	1.902.307	1.983.415
Activo Corriente	553.866	957.839	1.197.321
Activo no Corriente	1.163.292	944.468	786.095
Pasivo	131.730	294.371	516.935
Pasivo Corriente	97.559	252.544	516.723
Pasivo no Corriente	34.171	41.827	213
Patrimonio	1.585.428	1.607.936	1.466.480
Total Pasivo y Patrimonio	1.717.158	1.902.307	1.983.415
Razón Corriente	5,68	3,79	2,32

Fuente: EE.CC. FFTNC

El patrimonio contable al 30/6/18 equivale a USD 50.4 millones, producto de convertir el saldo contable en moneda nacional según cotización del dólar vigente al cierre del periodo, 31,466. Las emisiones de CP's sumaron USD 60.2 millones de los cuales USD 58.2 millones correspondieron a los CP's tipo A y USD 2 millones a los CP's tipo B de oferta privada. Aunque es bueno recordar que, por Asamblea de Beneficiarios de fecha 28/7/16 se resolvió el cambio de moneda de la emisión que pasó a ser nominada en UI haciéndose la conversión según cotización al 30/6/15. De esta forma, los CP's tipo A pasaron a ser de UI 404.317.464 mientras que los tipo B pasaron a UI 14.410.483 lo que hace un total de CP's emitidos de UI 418.727.947. Expresado en UI, el patrimonio contable según cuadro precedente es de aproximadamente 407 millones, inferior a los casi 419 millones emitidos.

Por otra parte, cabe decir que el criterio contable para registrar el valor de las unidades, ya totalmente terminadas, es el de costo histórico y que se clasificaron como activo corriente las que se estima se venderán en el corto plazo. Las unidades no comercializadas aún se mantienen en stock valuadas al costo, subestimando el valor patrimonial. En tal sentido, compárese la cifra del párrafo precedente con la suministrada por el Administrador en su Informe trimestral no. 18 que estima el valor patrimonial a la misma fecha en casi UI 671 millones tomando el precio de lista de las unidades sin comercializar.

Cuadro 5: Estado de Resultados del FFTNC (miles de \$)

Concepto	30/6/2018	30/6/2017	31/12/2017
Venta de unidades	197.500	412.720	545.525
Costo de venta de unidades	(225.823)	(281.692)	(371.020)
Ganancia por venta de unidades	(28.323)	131.028	174.505
Ingresos por arrendamientos	14.089	339	10.505
Ingresos diversos	209	135	1.708
Resultado Operativo	(14.026)	131.502	186.719
Ganancias financieras	56.686	66.098	94.115
Total ganancias	42.660	197.600	280.834
Gastos de administración	(24.351)	(8.878)	(23.523)
Gastos diversos	(11.565)	(11.959)	(29.531)
Gastos financieros	(31.507)	(71.636)	(88.578)
Total pérdidas	(67.423)	(92.473)	(141.632)
Resultado del Ejercicio	(24.764)	105.128	139.202
Ajustes resultado anterior	2.255	2.548	2.548
Resultado integral del período	(22.508)	107.676	141.750

Fuente: EE.CC FFTNC

Como se desprende del cuadro anterior, en el periodo que se informa el fideicomiso ha comenzado a recibir ingresos por arrendamientos en montos relativamente importantes. Los ingresos por venta de unidades, en cambio, resultaron sensiblemente menores respecto al mismo periodo del año anterior.

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, antes vinculado a la administración de la etapa constructiva, ya culminada, ahora vinculada a la administración de la etapa de comercialización. Por todo lo comentado en este informe este riesgo se considera *bajo*.

Riesgo constructivo, al haber culminado la obra no corresponde su consideración.

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 en marcha y un adecuado sistema de controles en la comercialización de las unidades.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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, compra de terrenos y garajes externos), fue necesario contar con un nuevo Flujo de Fondos, el cual se presentó en abril de 2018 y se vuelve a analizar en esta actualización.

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

De acuerdo al contrato de Fideicomiso Financiero y sus respectivas modificaciones, el objeto del "Fideicomiso Financiero Torres Nueva Centro" fue 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 las unidades del mismo.

En oportunidad de la anterior calificación (abril de 2018), el administrador realizó una actualización del flujo de fondos proyectado del negocio fiduciario sobre la base de los siguientes supuestos:

- Para las unidades comercializadas hasta el 31-12-2017 se tomaron los datos de modalidad de venta, valores y forma de pago real.
- Para las unidades a comercializar a partir de enero de 2018 se consideró la modalidad de alquiler con opción a compra y venta contado; para la totalidad de los apartamentos en stock, a razón de 10 unidades por mes, culminando la venta en julio de 2019. Para el caso de los garajes se proyectó la venta de 5 unidades en los subsuelos y 5 unidades fuera de la torres a partir de enero de 2018.

Los supuestos considerados en esa oportunidad a juicio de CARE parecían razonables, pero la coyuntura actual y el ritmo real de ventas indica que muy probablemente no se cumplirán las proyecciones estimadas en esa oportunidad.

De acuerdo a esas proyecciones, la TIR del proyecto en UI alcanzaría 3.46% (ver Cuadro 6).

Cuadro 6: Flujo de Fondos y Cálculo de la Tasa Interna de Retorno

Cuadro 6: Flujo de Fondos y Cálculo de la Tasa Interna de Retorno										
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Emisión	(470.000)									
Flujo Fondos						105.960	46.497	12.517	25.201	
Excedente Fin 2017					1.612					
Venta de Terrenos	-	-	-	-	-	-	-	62.599	-	
Construcción Garajes							(7.120)			
FF	(470.000)	-	-	-	1.612	105.960	39.377	75.116	25.201	
TIR	3,46%									
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Emisión										
Flujo Fondos	15.986	20.492	26.836	26.770	26.410	26.390	26.867	27.432	27.742	
Excedente Fin 2017										
Venta de Terrenos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Construcción Garajes										
FF	15.986	20.492	26.836	26.770	26.410	26.390	26.867	27.432	27.742	
	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
Emisión										
Flujo Fondos	27.951	28.547	28.765	29.262	29.543	30.113	30.752	24.914	11.228	23.883
Excedente Fin 2017										
Venta de Terrenos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Construcción Garajes										
FF	27.951	28.547	28.765	29.262	29.543	30.113	30.752	24.914	11.228	23.883
Fuente: El Administrador										

Fuente: El Administrador

Teniendo en cuenta la actual coyuntura, el ritmo de ventas reales del año 2018 y las perspectivas para el corto plazo, CARE recalculó la TIR del proyecto suponiendo que en vez de colocar la totalidad del saldo de los inmuebles a junio de 2019, ello ocurriría a diciembre de 2021. De esta forma, la nueva TIR para el inversor pasaría a ser del 3,37%

La emisión total al inicio de las obras, la demora en la venta de las unidades en el pozo, el atraso en la cobranza de las unidades de la ANV y el cambio de moneda (de dólar a UI) realizado en un momento en que la moneda norteamericana estaba alta, operaron en contra de la rentabilidad del proyecto. Asimismo, la decisión de la Asamblea (2015) respecto de reinvertir el producido de las ventas de apartamentos en metros cuadrados en la zona de influencia de las torres (terrenos), en vez de repagar a los beneficiarios de los CP, también habría afectado la Tasa Interna de Retorno

La TIR esperada sobre la base de la información real hasta el momento y las proyecciones comentadas con anterioridad, es más baja que la estimada en el prospecto original, es positiva pese a las dificultades citadas.

Los supuestos introducidos en la confección del flujo de fondos presentado en el Cuadro 6 suponen la construcción de los garajes externos y la venta de los terrenos sobre la base de los precios actuales, criterio por demás conservador, ya que los valores de la tierra en la zona se estarían valorizando en forma importante como consecuencia de la instalación del shopping y de las torres.

El ritmo de ventas ha sido menor al de las proyecciones realizadas. No obstante, la conjunción de los ingresos por alquileres con opción a compra y los ajustes al alza en los precios de las unidades (viviendas y garajes) han compensado en parte el efecto económico de dicho enlentecimiento.

La valorización de los terrenos adquiridos por el fideicomiso y una posible mejora en los precios de las unidades, como consecuencia de esa valorización y de las nuevas inversiones en la zona, podrían mejorar la TIR en un futuro.

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. Este riesgo se ha mitigado en parte por el avance de la comercialización de las unidades y la ejecución de cuatro modalidades de generación de flujos: ventas al contado, ventas a crédito, alquileres y alquileres con opción a compra.

Riesgo bajo.

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

En esta oportunidad CARE contó con la actualización de una encuesta contratada a Research Uruguay sobre las tendencias del mercado inmobiliario (junio de 2018), así como también con una actualización a julio de 2018 del Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) realizado para CARE. Las principales conclusiones de dichos informes fueron tenidos en cuenta en la realización de este análisis de entorno.

1. Mercado inmobiliario: oferta y demanda

- **La oferta de inmuebles**

El sector inmobiliario uruguayo presenta un stock de viviendas antiguo con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas, donde más del 60% del stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia.

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o son la segunda o la tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario).

La oferta de vivienda generada entre el 2004 y el primer semestre del 2018 se ha gestado sin intervenciones notorias desde el sector público. Este período se ha caracterizado por tres estadios de desarrollo diferenciados. El primer período de inversión sectorial (2004 – 2011) se concentró en las zonas donde habitan los hogares con mayores ingresos construyéndose tipologías más adaptadas a los nuevos “paradigmas” (viviendas más reducidas, más confortables y con menos habitaciones). El segundo período de inversión sectorial (2012 – 2016) se concentró en la vivienda media y media alta y tiene como hito fundamental la promulgación de la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, de octubre de 2011 (en adelante Ley VIS). Dicha disposición de política pública sentó las bases jurídicas para promover la inversión privada en viviendas de interés social a partir del otorgamiento de exoneraciones tributarias en construcción, refacción, reciclaje o ampliación de viviendas de sectores económicos bajos, medios bajos y medios de la población. A partir del último semestre de 2016 (tercer período) se registró una nueva fase de inversión sectorial que involucra a las dos anteriores. Se concretaron proyectos en zonas Premium de la ciudad, acompañados por una notoria reactivación de la inversión en Punta del Este y los proyectos VIS se concentran en zonas con demanda ya probada en la fase anterior de inversión.

Sin embargo, el aumento de la inestabilidad cambiaria local y regional sumado a la incertidumbre política de los países vecinos que se experimentó en el primer semestre de 2018, han enlentecido el proceso de inversión en el principal balneario de nuestro país.

- **Factores que inciden en la demanda y los precios de los inmuebles**

Los activos inmobiliarios presentan dos características económicas marcadamente diferentes. Son bienes de uso, pero al mismo tiempo activos que conservan y aumentan el valor con el transcurso del tiempo. Según la literatura económica, los factores que más inciden en la demanda y en la formación del precio de los inmuebles, son el aumento de la población, el ingreso de los hogares, la tasa de interés real y el acceso a los créditos inmobiliarios.

En nuestro país el crecimiento de la población ha sido prácticamente nulo en los últimos 50 años y se espera que no tenga mayores variaciones en los próximos, por lo que los elementos que definirán la demanda por viviendas en el mediano plazo serán la tasa de interés real, el ingreso de los hogares y el monto de créditos. Teniendo en cuenta el esperado comportamiento de estos indicadores en el corto plazo, cabría esperar una cierta mejora para la inversión inmobiliaria respecto de los últimos años.

Asimismo existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente tendrán incidencia positiva en la demanda por vivienda. El avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, la reducción en la cantidad de hijos, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y el incremento de la inseguridad han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda. Esto genera una disociación entre el stock y la demanda por vivienda. En el año 2011 el 24% de los hogares estaban habitados por una sola persona mientras que en 1996 era el 17% (Censos de Población y Vivienda). En el sentido inverso, en 1996, la familia "tradicional" (hogar biparental con hijos) representaba valores cercanos al 40% de los hogares mientras que en el último Censo representó un 28,5%.

En lo que respecta a la fragmentación de los hogares, Uruguay presenta la mayor proporción de hogares unipersonales de América Latina, evidenciando valores comparables con ciudades europeas. Esta tendencia se está acentuando como ya se refirió en el párrafo anterior en el período entre os censos de 1996 y 2011. El fenómeno antes descrito, se agudiza en zonas céntricas de la capital del país, donde un 34% de los hogares en Pocitos/ Punta Carretas es unipersonal. La demanda por vivienda nueva en los hogares unipersonales le exige a la oferta condiciones específicas de localización, cercanía de los servicios y seguridad.

El mercado demanda tipologías constructivas cada vez más reducidas y en la franja costera el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. De cada tres nuevos hogares, dos son unipersonales. La nueva oferta edilicia muestra un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Mientras que en la década del noventa, el promedio oscilaba valores de 2,5 dormitorios por vivienda, en la actualidad ese

promedio se redujo a apenas 1,7. Esta reducción se verifica por el aumento de las unidades monoambiente. La encuesta realizada por Research en el primer semestre de 2018 entre quienes estuvieron buscando vivienda, muestra que el 70% lo hizo para comprar o alquilar inmuebles de dos o menos dormitorios. La reducción en el tamaño de las nuevas viviendas en construcción se verifica año tras año. También el número de dormitorios por unidad de vivienda.

- **Los factores económicos que inciden en la demanda**

El inmueble es un bien de uso y una reserva de valor al mismo tiempo. La demanda inmobiliaria se puede descomponer en un mercado de uso para vivienda y en un mercado de inversión.

Las variables económicas de mayor incidencia en **la demanda por uso**, son el ingreso de los hogares y la disponibilidad del crédito hipotecario. Para el caso de quienes pretenden adquirir un inmueble **como inversión** la variable que más incide es la tasa real de interés y su posible evolución.

- o **Factores que inciden en la demanda por uso de inmuebles**

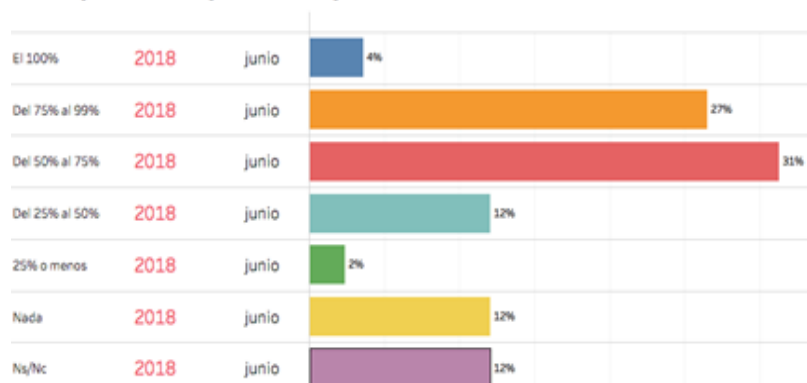
Para cuantificar la demanda por uso, se contrató los servicios de Research International Uruguay. Según concluye la investigación realizada, un 52% de los encuestados buscó vivienda (en el primer semestre de 2018) para residir en ella (comprando y/o alquilando) o invertir y el 49% buscará en los próximos dos años.

El **ingreso de los hogares** ha venido creciendo en los últimos 10 años. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado. Sin embargo, las expectativas de mediano plazo son de un probable estancamiento en los ingresos reales de las familias, lo que sumado a un desempleo que en el mes de setiembre ya supera el 9%, determina un cambio en las expectativas que seguramente contribuye al enfriamiento del sector. Por su parte, la compleja situación regional actual, las dudas que se plantean en cuanto al futuro, el aumento de las tasas de interés internacionales y la devaluación del peso uruguayo, están generando expectativas poco favorables para el mercado inmobiliario, al menos para el corto plazo.

La demanda por compra de vivienda para consumo depende en gran medida del **acceso al crédito hipotecario**. Esto se fundamenta en el hecho de que el 62% de las familias y personas demandan financiamiento por más de la mitad del valor de la vivienda, según la encuesta realizada por Research International (julio 2018) a solicitud de CARE, que investigó los aspectos salientes de la demanda de vivienda por motivo "inversión" y por motivo "consumo" (alquilar y/o compra) en Montevideo y el suroeste del departamento de Canelones.

Gráfica 1. Necesidad de financiamiento

Qué porción piensa que será financiado

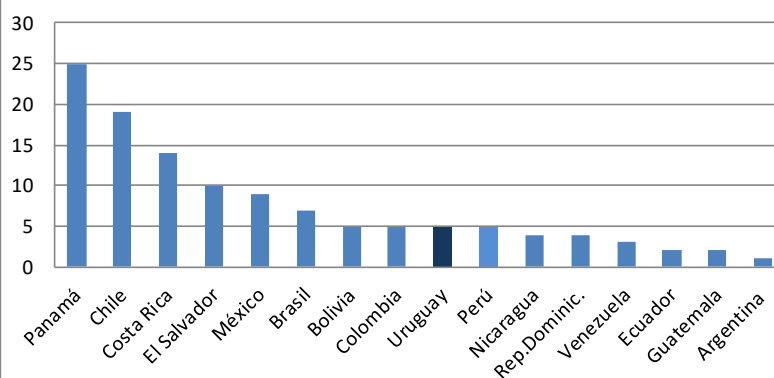


Pregunta: ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?
Fuente: Research Internacional.

En el primer semestre del año, la demanda de **crédito hipotecario** ha experimentado una baja a consecuencia de la fragilidad del mercado laboral y el aumento del tipo de cambio. Este efecto negativo, no pudo ser compensado por la reducción de la tasa de interés registrada en igual periodo. La financiación bancaria doméstica, que en otros países es vital en la formación de la demanda inmobiliaria, en Uruguay fue sumamente reducida en este último ciclo de expansión sectorial, evidenciando valores sensiblemente inferiores a los observados en la década del noventa.

Mientras que en los países desarrollados el crédito hipotecario ha superado el 80% del PBI, en Latinoamérica dicho indicador se ha mantenido por debajo del 10%, con excepción de Chile y México. La gran volatilidad macroeconómica, combinada con episodios de alta inflación o hiperinflación, que ha experimentado la región en el pasado, han repercutido negativamente en el crédito hipotecario, ya que el mismo se concentra en operaciones de largo plazo.

Gr. 2 Crédito inmob. destino a la vivienda/ PBI en la región



Fte. Inf. Sectorial CARE

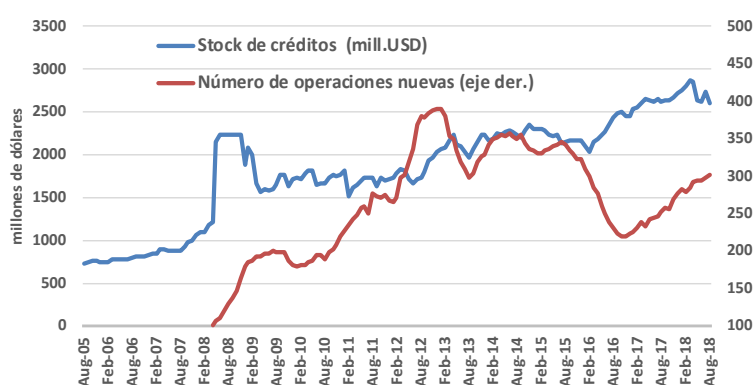
El coeficiente crédito hipotecario/PBI en el Uruguay es reducido en relación a la región. En la actualidad, considerando el promedio del saldo de colocaciones bancarias de la rama “crédito para familias para la adquisición de viviendas” con respecto al PBI del año 2017, el porcentaje es del 4,5%, el que se considera exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%,

A partir del 2008, el crédito hipotecario bancario ha aumentado, en general nominado en UI (unidades indexadas al índice de precios al consumo) y con tasa de interés en el entorno del 6 al 8 por ciento. Según información del Banco Central del Uruguay (BCU), actualmente el crédito hipotecario a las familias (stock) se ubica en el entorno de los 2000 millones de dólares y el crédito al sector construcción se sitúa en los 300 millones de dólares (flujo). Estas variables, al estar nominadas en UI, tienen oscilaciones producto de los cambios en el tipo de cambio, además de las endógenas.

Esta cifra es reducida en términos de las necesidades crediticias de las personas y familias investigadas en la encuesta de Research International Uruguay. A su vez, los bancos no podrán incrementar en gran escala los créditos de largo plazo debido a que tendrían un problema de descalce de plazos entre sus operaciones activas y pasivas. Los Fondos de Pensión aparecen como los financiadores ideales de este tipo de operación crediticia.

El crédito hipotecario de largo plazo se presenta en la actualidad como el cuello de botella del acceso a la vivienda. Según el INE y el BHU, entre 1988 y 2002 dicho Banco financió en promedio, la construcción de 4.452 viviendas por año y realizaba 2.807 créditos de largo plazo para la compra de vivienda (promedio anual). En la actualidad, únicamente financia los créditos de largo plazo, no interviniendo en el crédito a la construcción de viviendas. En base a las citadas fuentes y asumiendo un promedio de operación de crédito por 100 mil dólares, existiría un déficit de crédito bancario a la vivienda (en términos históricos) de aproximadamente 280 millones de dólares por año.

Gr 3.- Stock crédito destino Vivienda y No. operaciones nuevas



Fte. Inf. Sectorial CARE con base en BCU

Entre las restricciones más importantes a la hora de acceder a una línea de crédito, se destacan: el poseer algún ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$ 103.000 líquidos mensuales por núcleo familiar². Según datos del INE, este último monto es un 47% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano.

Gr. 4.- Ingreso prom. hogar para acceder a un crédito de vivienda



o Factores que inciden en la demanda por inversión

Si se analiza la demanda por inmuebles por motivo inversión, las variables que más inciden son la tasa de interés real y los flujos de capital. Un factor cualitativo que afectó positivamente la demanda inmobiliaria por inversión en el país fue la inestabilidad del mercado financiero en Uruguay (crisis 2002) y en el mundo (crisis 2008). Tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron vendiendo productos financieros globales para posicionarse en activos inmobiliarios domésticos. Hasta el presente año, las tasas de interés habían permanecido bajas (y hasta negativas en términos reales). Esta combinación de factores, gestó un escenario que robusteció la demanda por inversión en inmuebles. Según los resultados de la encuesta de Research, un 5% de los entrevistados buscó vivienda por motivo inversión en el primer semestre de 2018 y el 10% buscará en el corto plazo. A su vez, la población que busca invertir en vivienda, se encuentra mayoritariamente entre los 41 y 60 años, representando un 19% de los entrevistados.

• Evolución de los precios

El precio del metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se ha incrementado en los últimos años. Sin embargo, dicho precio expresado en UI se ha mantenido sin variaciones, por lo que no revestiría aún signo de burbuja. Se ha observado que existen importantes cambios entre los precios relativos entre diferentes barrios de Montevideo, los que obedecen a mutaciones en las preferencias de los agentes. Los costos que experimentaron una mayor incidencia en los incrementos de los valores, fueron el precio de la mano de obra y el de la tierra.

Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares, pero el precio de este activo se correlaciona de forma más eficiente con la unidad indexada que con el valor del dólar. Esto se debe a que, (i) la vivienda es fundamentalmente un bien No Transable y por lo tanto se determina por la demanda y oferta

² Estimado sobre la base de que se financien USD 100.000 con un préstamo a 25 años en UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BHU. La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Ingresos a precios de junio de 2018.

doméstica, no arbitrando con otros inmuebles, y (ii) aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda son bienes no transables y que se transan en moneda local. En el único momento donde el valor oscila de forma importante, es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como el de julio de 2002). Esto se debe a que, ante escenarios adversos, el precio del inmueble reacciona más lentamente que el IPC. Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en el año 2015, donde el dólar aumentó sensiblemente pero los valores de transacción aún se mantuvieron en dólares corrientes.

A su vez, el precio de los inmuebles expresados en UI conjuntamente con el cociente crédito bancario/monto total de transacciones, sirven para diagnosticar si el mercado está viviendo una burbuja. En este sentido, la estabilidad de precios en UI sumado a la baja penetración del crédito hipotecario en el sector inmobiliario, evidencian que los precios no estarían sobrevalorados.

- **Mercado de los alquileres.**

A la situación coyuntural y estructural de la demanda por vivienda, corresponde agregarle la presión que podría desencadenarse si la compra de esta se vuelve competitiva frente al alquiler. Es dable esperar de que a medida que aumente la oferta de vivienda y se incremente el acceso al crédito, la demanda por compra de vivienda comience a quitarle presión al mercado de alquileres. En contrapartida, las dificultades de acceso al crédito generan dificultades para la compra de vivienda y presiona sobre el mercado de los alquileres.

Escenarios de adelanto cambiario y de incremento de las tasas de interés hipotecarias le quitan poder de demanda de compra de vivienda a las familias y presionan el mercado de alquileres. Por el contrario, escenarios de atraso cambiario, incrementan el poder de compra de vivienda y le quitan presión al mercado de alquileres.

Para el caso de Uruguay en particular, el acceso a la vivienda parece ser más dificultoso en términos comparativos con otros países de la región, ya que el 40% de los hogares no es habitado por sus propietarios. En los últimos 30 años se ha evidenciado un crecimiento de los asentamientos informales a nivel nacional y en particular en la capital del país.

Viviendas ocupadas por sus propietarios (%)

País	Valor
Argentina	67%
Brasil	69%
Chile	69%
Colombia	50%
Uruguay	59%

Fuente: Informe Sectorial CARE en base a información de HOFINET (Housing Information Network)

Por otra parte, el mercado de alquileres en Montevideo se concentra sobre la zona central del departamento, donde se ubica la mayor parte de los nuevos emprendimientos inmobiliarios.

Proporción de hogares inquilinos según distribución geográfica. Montevideo



De mantenerse en dólares los precios de los inmuebles, lo cual es muy probable ya que los propietarios visualizan su patrimonio en esa moneda y por lo tanto no están dispuestos a asumir bajas de precios, es muy probable que haya presión sobre los alquileres y se enfríe el mercado de ventas. Esto se explica porque se incrementan los precios de los inmuebles en UI, mientras que los alquileres no siguen esa misma evolución.

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

Corresponde analizar la evolución del valor de los inmuebles. A continuación se presentan dos diferentes metodologías teóricas que tienen por objeto estimar la evolución futura de los precios de los inmuebles.

- (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 generalmente las transacciones de los inmuebles se expresan en dólares, a este factor hay que sumarle la pérdida del valor del dólar promedio anual y restarle una depreciación por uso. 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 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 (1985-2015). Este índice captura la evolución del costo de reposición del inmueble en cuestión.

Los resultados de la aplicación de estos modelos teóricos muestran que considerando la opción (a) la tasa del aumento del valor en dólares sería del 3,5%, mientras que en la opción (b) sería del 4,7% promedio anual.

- **En resumen**

Para el corto plazo, cabe esperar un mercado inmobiliario relativamente deprimido, con tendencia al enfriamiento en materia de compradores los que estarán a la espera de lo que ocurra con el tipo de cambio, con la región y con las tasas de interés internacionales. Cabría esperar entonces un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, ya que los compradores se mostrarían muy cautelosos de asumir compromisos de largo plazo, ya que las principales señales respecto de las expectativas son negativas en el corto plazo. No obstante, como los precios de los inmuebles para este fideicomiso están establecidos en pesos (UI), ello podría jugar a favor en el caso de que los potenciales compradores dispongan de su ahorro para la entrega inicial en dólares; esto último podría atenuar un poco los efectos de la coyuntura adversa.

Para el mediano y largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecerá una vez se logre superar la coyuntura adversa. A su vez la demanda de crédito para el largo plazo, también se irá incrementando y habrá seguramente mayor demanda por aquellos inmuebles que se ofrecen en Unidades Indexadas, ya que éstos no habrán tenido aumentos como consecuencia del aumento del dólar en mercado doméstico.

2. Las políticas públicas

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas de forma muy eficiente e incentivos que atienden la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública, donde existe una alta probabilidad de que cualquiera sea la orientación política partidaria del próximo gobierno aseguraría el rumbo de intervenciones “amigables” en el mercado hacia la oferta de desarrollos inmobiliarios y hacia la demanda por vivienda.

Los resultados de la Ley fueron positivos y destinaron inversión en diversas zonas geográficas donde pocos operadores privados hubiesen invertido capital. No obstante lo anterior, algunas modificaciones en la reglamentación e instrumentación de la Ley realizadas en estos últimos 2 años, han generado un clima de cierta desconfianza en el sector privado enlenteciendo en parte el ritmo de presentación y ejecución de nuevos proyectos amparados por el régimen de política pública. 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. Estos efectos seguramente impactarán negativamente en proyectos nuevos en el segmento de mercado de la vivienda de interés social.

En lo que respecta a las políticas públicas, por el momento, más allá de lo que se mencionó líneas arriba, no se evidencian signos de intervenciones negativas.

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios de desarrollen con un adecuada revalorización se encuentra acotado, ya que más allá de circunstancias coyunturales existe una demanda real y en expansión por inmuebles del tipo de los que se construyeron en este fideicomiso. Por otra parte, la extensión de los plazos permitirían contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. Asimismo, la operativa de alquiler con opción a compra le quita presión a las necesidades de vender por parte del fideicomiso, a la espera de que mejore la coyuntura y con ello la demanda de los compradores. *Riesgo medio bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos. No obstante lo anterior, existe un riesgo asociado a intervenciones negativas para la inversión en lo que refiere a las políticas públicas, por ejemplo en la regulación de los alquileres o la reducción de los incentivos. *Riesgo 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



Ing. Agr. Adrián Tambler

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. El signo (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**