

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
“PENINSULA RENTALS”**

Montevideo, abril de 2018

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION, EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
28	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACION DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO C.P. FIDEICOMISO FINANCIERO
"PENINSULA RENTALS"
11- de abril -2018**

Certificados	de Participación por 442.810.000 de UI (unidades indexadas).
Distribuciones:	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's
Emisor y Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Administrador:	Peninsula Rentals SRL
Entidad Registrante:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	BEVSA
Fecha de la primera emisión:	4 agosto del 2017
Asesor Jurídico de la emisión:	Guyer y Regules
Plazo:	7 años
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán e Ing. Agr. Adrián Tambler.
Calificación de riesgo:	BBB. Uy
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 “Península Rentals”, manteniendo la calificación BBB (uy) de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consignara en el informe jurídico que se adjuntara como anexo en la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas.
- De modo especial se evaluó oportunamente en la calificación original la capacidad de gestión de la empresa Península Rentals Uruguay S.R.L. administradora del proyecto, que resulta crucial para el mismo. Estas evaluaciones ponderan de modo significativo en la calificación realizada. La empresa sigue demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, en especial contando con la experiencia de sus socios.
- El proyecto plantea una tasa interna de retorno del 8,17% (para una emisión mínima de 30 millones de dólares) que fuera sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios negativos.
- El mercado inmobiliario doméstico se viene recuperando lentamente, pero aún persisten dificultades. El modelo de negocios planteado por el Fideicomiso encuentra una oportunidad ante esta coyuntura. La gestión del administrador será clave para sortear favorablemente los ingresos previstos por concepto de alquileres así como por el ingreso de compraventa de los inmuebles (upside de precio). El upside de precio de las unidades provendrá de una eficiente negociación con los desarrolladores. La coyuntura económica actual favorece la opción de alquiler de la demanda de vivienda y hace que los desarrolladores se enfrenten a una moderada demanda por compra de viviendas.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe una adecuada aceptación del espectro político nacional sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda. No obstante podrían surgir algunas dificultades en el mercado de alquileres en caso de prosperar algunas iniciativas que pretenden topearlos.

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 Península Rentals”.

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 (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en la primera calificación, 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 fija. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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 Ing. Agr. Julio Preve, el Cr. Martín Durán Martínez y el Ing. Agr. Adrián Tamber. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe jurídico que se adjuntó en la calificación original.

La vigencia de esta actualización de la calificación es hasta el 30 de noviembre de 2018. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán, entre otros hechos relevantes, la evolución semestral de la compra de bienes inmuebles y de su potencial arrendamiento.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

i. Antecedentes generales

El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares a través de la inversión de los fondos a aportarse por los Fideicomitentes en:

- (i) La compra de bienes inmuebles, ya sea tanto aquellos que estén totalmente construidos y habitables, como aquellos que se encuentren en proceso de construcción o en el pozo, de proyectos amparados por la promoción prevista en el Capítulo I de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social. Sin perjuicio de ello, el Administrador podrá ordenar la compra de Bienes Inmuebles que no estén alcanzados por la ley antes mencionada, durante la vigencia del primer período del Fideicomiso (período de Inversión y de Gestión Activa del Portafolio). Estas operaciones pueden concretarse, siempre que la inversión en dichos Bienes Inmuebles no exceda el 20% del valor de la emisión.
- (ii) El arrendamiento de los bienes adquiridos, así como el arrendamiento de éstos con opción a compra;
- (iii) Adicionalmente, el Fideicomiso podrá llevar a cabo la venta directa de los Bienes Inmuebles previamente adquiridos, o enajenar dichos bienes a plazo, siempre dentro de los límites de inversión previstos en el Contrato de Fideicomiso, incluyendo la Política de Inversión. Asimismo, de conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, se podrá reinvertir la renta generada por dichas inversiones

El Fideicomiso tendrá un plazo de duración de siete (7) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas del mismo. El plazo está dividido en tres períodos: Período de Inversión y Desarrollo, de dos (2) años, un Período de gestión activa del portafolio, de tres (3) años y un Período de liquidación de portafolio, de dos (2) años más. El plazo de vigencia del Fideicomiso será prorrogable por extensión de cualquiera de los Períodos, a iniciativa exclusiva del Administrador, siendo necesario el voto favorable de al menos uno o más Titulares que representen una mayoría superior al 75% de los Certificados de Participación en circulación, ya sea que se hayan reunido en Asamblea de Titulares o mediante otorgamiento de un documento de autorización extendido por Titulares que representen dicha mayoría. El Período Liquidación del Portafolio se podrá ampliar; por su parte el Período de Gestión Activa del Portafolio se podrá ampliar o reducir mientras que el Período de Inversión podrá ser extendido pero solo en un máximo de dos oportunidades por períodos de 1 (un) año cada uno.).

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Península Rentals Uruguay S.R.L., una compañía cuyos socios cuentan con probada habilidad en este tipo de operaciones
- Una estimación de TIR para el inversor en un rango de entre 5,2% y 11,2%, según las sensibilizaciones realizadas en diferentes escenarios de apreciación de los inmuebles y cap rate¹. A su vez, ante un escenario extremadamente negativo simulado por CARE, el Proyecto describe tasas de rendimiento positivas (véase sección IV).
- La integración del capital es diferida en el tiempo según se detalla el contrato de Fideicomiso.

ii. Hechos salientes del período.

- El 28 de julio del 2017, en la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA), se suscribieron Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Peninsula Rentals por un total de 442.810.000 Unidades Indexadas (aproximadamente 57 millones de dólares).
- A marzo de 2018 se han realizado tres capital calls. La primera integración de UI 3.113.005 (4/08/2017) y la segunda de UI 1.982.000 (5/10/2017) han tenido el propósito de cubrir los gastos de funcionamiento del fideicomiso, que se compone fundamentalmente de los honorarios del Fiduciario y del Administrador. El tercer capital call, cuya integración fue de UI 8.839.000 que corresponde al 9/02/2018, se ha realizado con el propósito de prever recursos para afrontar el primer desembolso de la adquisición de viviendas, en un proyecto cuyo detalle conoce CARE, y para cubrir gastos de funcionamiento del Fideicomiso.
- El 25 de setiembre de 2017, el Administrador puso a consideración del Comité de Vigilancia un listado de proyectos promovidos al amparo de la Ley 18.795, lo cuales fueron seleccionados de acuerdo a su potencialidad según distintos factores tales como localización, calidad del proyecto, número de unidades, avance de la obra y fecha de aprobación de su promoción por parte de la ANV.
- Aprobada esta lista por parte del comité de vigilancia se procedió a negociar la compra de viviendas con unas 25 empresas desarrolladoras. Las negociaciones apuntan a la compra de viviendas al menor precio posible dado la calidad arquitectónica del proyecto y su potencialidad de generar ingresos, tanto por la vía de arrendamiento como de apreciación patrimonial. En tal sentido, se planteó a los desarrolladores la necesidad del Fideicomiso de poseer una participación mayoritaria de unidades en cada edificio, a los efectos de tener control sobre las decisiones de la copropiedad y así garantizarse el mantenimiento adecuado del inmueble que permita maximizar la valorización de las viviendas adquiridas. Asimismo, también se buscó minimizar los desembolsos durante la obra, tanto por razones de costo financiero como por menor exposición al riesgo construcción. En tal sentido, las negociaciones se enmarcaron dentro de lo previsto en la Política de Inversión, la que establece condiciones relativas a la modalidad de pago, porcentaje de preventas de terceros y financiamiento bancario entre otras.

¹. La tasa de capitalización o más conocida como CAPRATE es el cociente entre el ingreso neto producido por el alquiler y el valor de la propiedad

- Se presentó en el BCU una propuesta de modificación de la Política de Inversión que busca potenciar la capacidad de negociación mientras se mantienen mitigados los riesgos de construcción. En particular, resulta relevante tratar los proyectos de forma diferenciada según la etapa de avance de obra en que se encuentren, para así el Fideicomiso agregue significativo valor de mitigación comercial que redunde en menores precios de adquisición de unidades. Los principales cambios refieren a eliminar en algunos casos la exigencia de un 20% de preventa con el objetivo de asegurar un mejor precio de compra y asegurar una mayor copropiedad, así como también mejorar el porcentaje de adelantos en el pozo también como forma de abaratar el valor de compra, siempre cuidando de no adelantar más del avance de obra.
- Al momento se ha cerrado un acuerdo de adquisición de viviendas. Con fecha 28 de diciembre 2017 se firmó un Pre Acuerdo de Inversión y Boleto de Reserva para la adquisición de 59 viviendas de un total de 127 y 22 cocheras de un total 50 por un monto total de UI 54.221.044, equivalente a USD6.856.000.
- Con esta inversión se completa el 12,24% del capital total suscrito, porcentaje que en julio deberá alcanzar el 25%, de acuerdo al compromiso de desempeño establecido en el contrato.
- De acuerdo a lo que informa el Administrador, el acuerdo logrado por la compra de los apartamentos implica un descuento de aproximadamente un 20%, respecto de los valores vigentes en la zona. Este menor precio pagado por los apartamentos, sumado a una revalorización de un 2,5% anual de los bienes, más el cap rate que se obtendrá por el alquiler de esos apartamentos generaría en 7 años una TIR para esta inversión de un 11,4%, tasa que es mayor a la esperada para el proyecto global. Estos supuestos parecen razonables a juicio de CARE, siempre que se logren alquilar y vender sin mayores demoras.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Calificación Original realizada por CARE
- Entrevistas con el Comité de Vigilancia.
- Estados Contables auditados del Fiduciario al 31/12/2017
- Informe de Península Rentals Uruguay a marzo de 2018
- Estados Contables auditados del Fideicomiso al 31/12/17

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Península Rentals, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Península Rentals.
Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Administrador:	Península Rentals Uruguay S.R.L.
Entidad Representante:	BEVSA
Títulos a emitir:	Certificados de Participación.
Activos del Fideicomiso:	Totalidad de los Bienes Inmuebles (Proyectos), Contratos de alquiler y Fondos Líquidos e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.
Moneda:	Unidades Indexadas en el equivalente a Pesos Uruguayos
Importe de la Emisión:	Hasta el equivalente en Unidades Indexadas a un máximo total de USD 80.000.000 (ochenta millones de dólares americanos) (el "Monto Máximo") y con un monto mínimo en Unidades Indexadas equivalente a USD 30.000.000 (treinta millones de dólares americanos) (el "Monto Mínimo"). Se emitieron UI 442.810.000, equivalentes a 57 millones de dólares.
Distribuciones:	Periódicamente según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido en el contrato.
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas se presentó como anexo en el informe de calificación original (www.care.com.uy).

Del mismo se destaca su conclusión final:

“El negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas que sugieran el incumplimiento en el pago de los valores.”

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera muy bajo.*

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: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Uruguay AFISA en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Península Rentals Uruguay SRL en su condición de operador o administrador del proyecto.

1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscripta en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Al 31 de diciembre de 2017, TMF Uruguay AFISA presenta estados contables con informe de auditoría independiente. Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados a dicha fecha y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 1: Estado de Situación (en miles de \$)

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo	43.151	26.024	18.188
Activo Corriente	1.752	2.367	2.072
Activo no Corriente	41.399	23.657	16.116
Pasivo	33.069	16.706	8.669
Pasivo Corriente	33.069	16.706	8.669
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	10.082	9.318	9.519
Pasivo y Patrimonio	43.151	26.024	18.188
Razón Corriente	0,05	0,14	0,24

Fuente: EE.CC TMF

Cuadro 2: Estado de Resultados (en miles de \$)

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Comisiones ganadas	6.712	3.582	2.073
Costo Servicios Prestados	(820)	(128)	(82)
Resultado Bruto	5.892	3.455	1.991
Gastos Administración y Vtas.	(3.968)	(3.522)	(1.974)
Resultado Operativo	1.924	(67)	17
Resultado Financiero	(792)	463	(199)
IRAE	(368)	(597)	826
Resultado del Periodo	763	(201)	643

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Si bien no tiene un buen indicador de liquidez (aspecto que no es novedoso) se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así (aspecto destacado en el informe de la firma auditora KPMG).

Al 31/12/17, TMF Uruguay AFISA administra cuatro fideicomisos financieros de oferta pública, incluyendo este y dos de administración y garantía.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

2. Grupo Península

Se trata de un grupo inversor fundado en el exterior con actividades en varios países de Latinoamérica especializado en proyectos inmobiliarios para vivienda. En ocasión de la calificación original sus antecedentes fueron analizados en profundidad por lo que no corresponde reiterarlos en esta oportunidad. A modo recordatorio, se reitera sintéticamente lo expuesto oportunamente.

Península Investments Group

“Península Investments Group Inc” es una marca mixta registrada en Uruguay (entre otros) ante la Dirección Nacional de la Propiedad Industrial para las clases 35, 36, 37 y 41 con el N° MA/M/00001/00377039 a nombre de Josef Preschel y Mauricio Levitin Kirchheimer y bajo la cual se han impulsado. Fue fundada en el año 2006 por Mauricio Levitin y Josef Preschel, ambos cuentan con un MBA en MIT Sloan School of Management (Pennsilvania, USA).

Desde su fundación Península organizó 3 fondos de inversión que operan en varios países de Latinoamérica administrando un portafolio de más de USD 320 millones

La estrategia de inversión de Península se enfoca en identificar mercados atractivos para desarrollar proyectos de vivienda y asociarse con desarrolladores locales para ejecutar los mismos.

En Uruguay, Península tiene como socio a Altius Group quien ha desarrollado los siguientes proyectos: Bilu Carrasco, Altos del Libertador, Nostrum Avenida, Nostrum Prado, Nostrum Centenario, Nostum Plaza, NostrumParque, Nostrum Mirador, Nostrum Tower y Nostrum Dieciocho. Estos proyectos, muy conocidos en plaza, se encuentran en distintos grados de desarrollo, algunos ya terminados y vendidos y otros en construcción.

Península Rentals Uruguay SRL

Península Rentals Uruguay SRL es una sociedad uruguaya creada para oficiar como Administrador del Fideicomiso. Componen su directorio Carlos Mendive, Mauricio Levitin y Josef Preschel, quienes también integrarán el Comité de Inversión del propio Administrador previsto en su estructura. Carlos Mendive se desempeña a su vez como Chief Executive Officer (CEO) de Península Rentals Uruguay SRL. Josef Preschel y Mauricio Levitin son los creadores y directores de Península Investments Group. Mauricio Levitin también es Director de Altius Group, un desarrollador de varios proyectos inmobiliarios en Uruguay.

Sigue siendo entonces Carlos Mendive el principal responsable de llevar adelante el plan de negocio. Sus antecedentes para esta función han sido considerados satisfactorios.

Adicionalmente y como forma de reflejar el compromiso del administrador con el proyecto alineando sus intereses con los de los inversores, se compromete a suscribir CP’s por valor de USD 1.500.000 (en UI). Asimismo, debe mantenerlos mientras dure la vigencia del fideicomiso. El 28/7/17, en ocasión de la suscripción de CP’s, Península se comprometió con UI 17.160.000 cifra mayor a la comprometida contractualmente.

Gobernanza

Por otra parte, el contrato prevé un marco acotado para las inversiones a realizar, estableciendo límites cuantitativos y cualitativos (Política de Inversión: Capítulo 8 del Prospecto); así como la necesidad de evitar eventuales conflictos de intereses

En garantía de cumplimiento de los términos del contrato, se crea una estructura que, además de la **Fiduciaria**, contará con un **Comité de Inversión**, integrado por Carlos Mendive, Mauricio Levitin y Josef Preschel.

Asimismo, habrá un **Comité de Vigilancia** conformado por una persona física o jurídica elegida por uno o más Titulares (**Asamblea de Titulares**) que representen la mayoría absoluta de los CPs emitidos y en circulación con derecho a voto..

En definitiva, se reitera que CARE considera que esta estructura da garantías suficientes al funcionamiento general de la operativa.

Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato celebrado el 3/1/17 entre TMF Uruguay (la Fiduciaria) y los suscriptores iniciales de los valores (los Fideicomitentes). El BCU, mediante Comunicación 2017/1456 del 29/6/17 dejó constancia de la resolución de inscripción de los Certificados de Participación (CP's) en el Registro del Mercado de Valores.

La suscripción de los CP's fue realizada públicamente el 28/7/17 por UI 442.810.000 por un valor nominal de UI cada uno. De dicha cantidad Península Rentals Uruguay SRL suscribió UI 17.160.000 equivalente al 3,88 % del total. Las integraciones se harán en régimen de "Capital Calls".

Las integraciones iniciales comenzaron el 4/8/17 y al cierre del ejercicio habían alcanzado un total acumulado de UI 5.095.005 de los cuales un 5,02 % correspondió al administrador. Esto fue básicamente para abordar los gastos del Fideicomiso.

A continuación se informa resumidamente los estados de situación y resultados del Fideicomiso en su primer año de funcionamiento, razón por la cual no corresponde el comparativo.

Cuadro 3: Estado de Situación (en miles de \$)	
Concepto	31/12/2017
Activo	3.349
Activo Corriente	3.349
Activo no Corriente	-
Pasivo	5.874
Pasivo Corriente	5.874
Pasivo no Corriente	-
Patrimonio	(2.526)
Pasivo y Patrimonio	3.349
Razón Corriente	0,57

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

Se desprende de lo informado que no se ha registrado aún actividad relativa al objeto del Fideicomiso por lo que los movimientos por el ejercicio 2017 son mínimos. No obstante, como se da cuenta en otra sección de este informe, con fecha 28/12/17 se ha firmado un boleto de reserva con una empresa desarrolladora de proyectos inmobiliarios por la adquisición de 59 viviendas y 22 cocheras. Esta operación cuenta con la aprobación del Comité de Vigilancia y supone una erogación de UI 54.221.044 (12,24 % del total suscripto). Como hecho posterior al cierre, se informa que con fecha 9/2/18 se realizó una nueva integración de capital, en este caso por UI 8.839.000.

Cuadro 4: Estado de Resultados (en miles de \$)

Concepto	31/12/2017
Ingresos Operativos	0
Gastos de Administración	(13.575)
Resultados Operativos	(13.575)
Resultados Financieros	(161)
Resultados antes de IRAE	(13.736)
IRAE	-
Resultado del Ejercicio	(13.736)

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

Los resultados del cuadro precedente son consistentes con la actividad registrada por el Fideicomiso en el corto lapso de funcionamiento desde su creación.

Riesgos Considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo bajo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función por parte del grupo Península (tanto su filial uruguaya, su asociado en Uruguay y el grupo madre) así como la idoneidad de TMF como administrador fiduciario, se considera que la estructura administrativa propuesta está capacitada para ejecutar el plan de negocios. *Riesgo bajo.*

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

Riesgo por cambio de administrador, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del Fideicomiso es generar rentabilidad para los titulares a través de (i) el desarrollo de proyectos inmobiliarios en Uruguay para su venta; (ii) desarrollo de proyectos inmobiliarios en Uruguay para su arrendamiento, usufructo o aprovechamiento económico y posterior venta. Adicionalmente, el Fideicomiso podrá invertir en bienes inmuebles en Uruguay que por sus características, y al momento de adquisición, estén en capacidad de generar ingresos por rentas, respetando los límites de inversión previstos en el presente documento.

A la fecha (marzo 2018), recién se ha firmado un compromiso para la compra de los primeros inmuebles, por lo que aún no hay ingresos ni información que ameriten realizar un nuevo flujo financiero. Por tal motivo, en este capítulo se repiten incambiables los análisis y las sensibilizaciones realizadas en oportunidad de la calificación original.

Las proyecciones económicas fueron presentadas oportunamente por un período igual a la duración del Fideicomiso, o sea 7 años. El flujo de fondos del Proyecto se presenta en el Cuadro 3. Los ingresos proyectados en el modelo de negocios se generan a través de cuatro componentes: (a) el ingreso por alquileres, (b) la valoración por concepto de hacer una compra eficiente, (c) el descuento por compra en pozo, y (d) la apreciación tendencial del inmueble a través de los años. Los supuestos introducidos en el modelo son: (a) una apreciación tendencial del precio de los inmuebles del 2,5% anual, (b) un descuento por compra de las unidades de vivienda en el pozo del 20%, (c) un descuento por compra de las unidades de vivienda terminadas del 12% y un cap rate de los inmuebles del 7,5% anual.

La gestión del administrador es pues decisiva para sortear favorablemente los ingresos previstos por concepto de alquileres así como por el ingreso de compraventa de los inmuebles (upside de precio). El upside de precio de las unidades provendrá de una eficiente negociación ante una abultada oferta de vivienda construida en los últimos 5 años aprovechando los estímulos fiscales de la Ley de Vivienda de Interés Social.

A su vez, la estrategia de inversión planteada en el Prospecto aprovecha las modificaciones de los últimos años en lo que refiere a los estímulos fiscales y aprovecha instrumentos como el Fondo de Garantía de Alquileres para mitigar riesgos de incumplimientos en los pagos.

El prospecto de emisión detalla adecuadamente un uso eficiente de todos los mecanismos disponibles para que el modelo de negocios pueda ser realizado con relativo éxito.

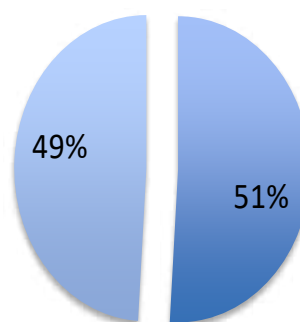
Estos diferentes componentes del retorno del proyecto se distribuyen en un 49% por los ingresos provenientes de contratos de alquiler, y un 51% por la apreciación del inmueble en el tiempo (la diferencia o upside de precio entre la compra y la venta de la unidad). La grafica 1 describe la participación de cada uno de los ingresos del proyecto.

Cuadro 5. Flujo de Fondos en dólares del Proyecto (dólares) para un escenario de emisión de 30 millones de dolares							
Años	1	2	3	4	5	6	7
	-1.515,62	-2.353,18	-13.584.385	-12.546.821	-	-	-
Capital Payback	-	-	-	-	-	16.025.617	13.974.383
Tier I - Prefer return	-	-	-	620.588	1.002.012	2.989.543	1.721.739
Tier II - Distribution	-	-	-	-	-	-	-
Tier III - Distribution	-	-	-	-	-	-	2.164.218
IRAE	-	-	-	-	-	-	-
Cash Flow	-1.515.615	-2.353.179	-13.584.385	-11.926.233	1.002.012	19.015.161	17.860.339
	442.912	484.133	604.397	405.064	719.456	542.598	1.083.572
TIR	8,17%						
VAN (5,5%)	2.088.671						

Fte. Prospecto.

Gráfica 1. Composición de los ingresos del Proyecto

■ Upside de Precio ■ Caprate del Alquiler



Fte. estimado por CARE en base a la información del Emisor

Los supuestos utilizados en las proyecciones son:

- Razonable distribución temporal de los emprendimientos inmobiliarios.
- Razonable monto asignado a la inversión inicial.
- Razonable fundamentación de los supuestos.
- Estimación completa de costos referidos a los emprendimientos inmobiliarios.
- Razonable plazo de venta de las unidades.

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

Según consta en la información del Prospecto de Emisión, la Tasa Interna de Retorno estimada en base a las inversiones realizadas desde la emisión y las nuevas proyecciones es del 8,17%.

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de los alquileres así como el cumplimiento del pago por parte de los hogares inquilinos y la tasa de ocupación de cada una de las inversiones inmobiliarias. Asimismo incluye una hipótesis de valorización de los inmuebles y el incremento de largo plazo del precio de los alquileres.

Con el objetivo de modelar el comportamiento esperado de la Tasa Interna de Retorno, se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

Las variables exógenas a sensibilizar fueron la valorización del precio de los alquileres y la tasa de ocupación, esto es el nivel de aprovechamiento efectivo de los inmuebles respecto de su potencial. Se seleccionó esta variable para sensibilizar por ser la más relevante para el retorno del proyecto. La valorización del inmueble se consideró conservadora tal como se analiza en la sección V de la presente calificación.

En este sentido se procedió a realizar diferentes escenarios calculándose en ambos un rango de tasas internas de retorno. Dichos escenarios son:

Escenario 1 (Pesimista). Se supuso en este caso que el cap rate del inmueble sería sensiblemente inferior al proyectado y que se comportarían de acuerdo a una distribución triangular, con un valor mínimo de 1%, un medio de 4% y un máximo de 7%. A su vez, se supuso que la ocupación sería inferior a la proyectada y que se comportaría de acuerdo a una distribución triangular, con un valor mínimo de 75%, un medio de 90% y un máximo de 95%.

Escenario 2 (de indiferencia). En este caso se estimó cuál serían los supuestos en los ingresos efectivamente cobrados por el Fideicomiso que igualase la TIR a cero.

2.1 Escenario 1.

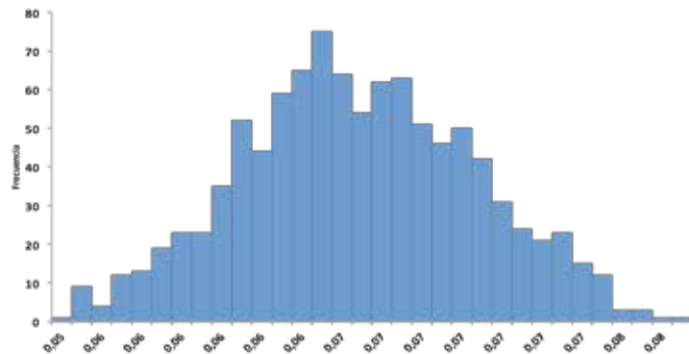
Se realizó una simulación de 10.000 iteraciones y suponiendo un escenario por demás conservador para las variables más relevantes en lo que respecta a la generación de los ingresos del Fideicomiso. Este escenario describe una tasa de retorno para el inversor con un valor mínimo de 4,6%.

2.2 Escenario 2.

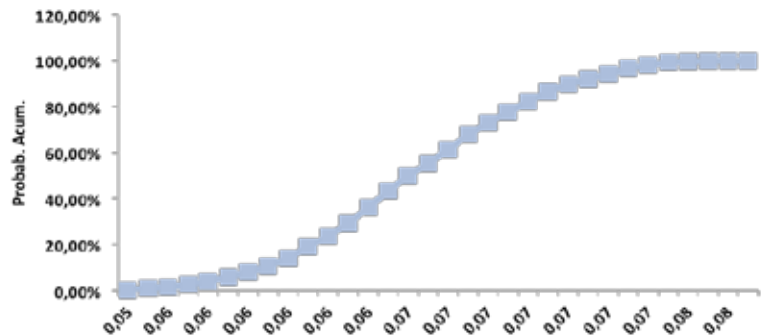
A modo de estresar el modelo, CARE estimó cuál sería el ingreso del Fideicomiso de "indiferencia" o mínimo. Este sería el pago del capital y el mantenimiento de los costos del Fideicomiso.

Una de las posibilidades para que el Fideicomiso obtenga una TIR igual a cero, sería que el Fideicomiso vendiese el total de las unidades en el mismo valor que fueron compradas y el caprate obtenido de las inversiones fuese del 3% en todo el período. Este escenario imponderable se daría bajo una hipótesis de una inadecuada gestión del Administrador y con una coyuntura macroeconómica disruptiva en todo el período.

Gr. 2 Esc. 1. Distribución de Probabilidad de la TIR.



Gr. 3 Esc. 1. Distribución Acumulada de Probabilidad de la TIR.



Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios planteado en el Proyecto, el avance del mismo y el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos de construcción y de alquiler, *se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. *Este riesgo por tanto es 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, así como también con una actualización a diciembre de 2017 del Informe Sectorial realizado para CARE. Las principales conclusiones de dichos informes fueron tenidos en cuenta en la realización de este análisis de entorno.

1. Mercado

En este proyecto es necesario analizar el mercado de alquileres así como el mercado de compra/venta de inmuebles.

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

Los drivers de la demanda de vivienda en general y en particular el segmento que involucra a los proyectos del Fideicomiso han experimentado una mejoría en lo que respecta a la demanda por inversión inmobiliaria y una leve mejoría en lo que respecta al consumo de servicios habitacionales o de vivienda.

El negocio inmobiliario tuvo un “ciclo de contracción” que se inició en el segundo semestre de 2014 y se extendió hasta la primera mitad de 2016. Durante el año 2017 y en lo que va de 2018 ya se nota una cierta recuperación del mercado y todo indica que se podría mantener en el corto plazo

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.

Otros drivers propios de nuestro país y que seguramente tendrán incidencia positiva en el comportamiento futuro de la demanda inmobiliaria son la fragmentación de los hogares (disminución de los integrantes del hogar, mayor esperanza de vida, menor tasa de matrimonios, menos hijos), la obsolescencia del stock de viviendas y los cambios en el paradigma en lo que refiere al mercado de la vivienda (menor escala, mayor confort, etc.).

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 año tras año; mientras que en 1996 el 17% de los hogares eran unipersonales, en 2011 esta cifra alcanzó valores cercanos al 24%.

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. Asimismo, el 72% de la demanda se concentra en unidades menores de tres dormitorios.

(i) Mercado para la compra de viviendas

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. En el siguiente capítulo se describirá el comportamiento de estas variables en detalle.

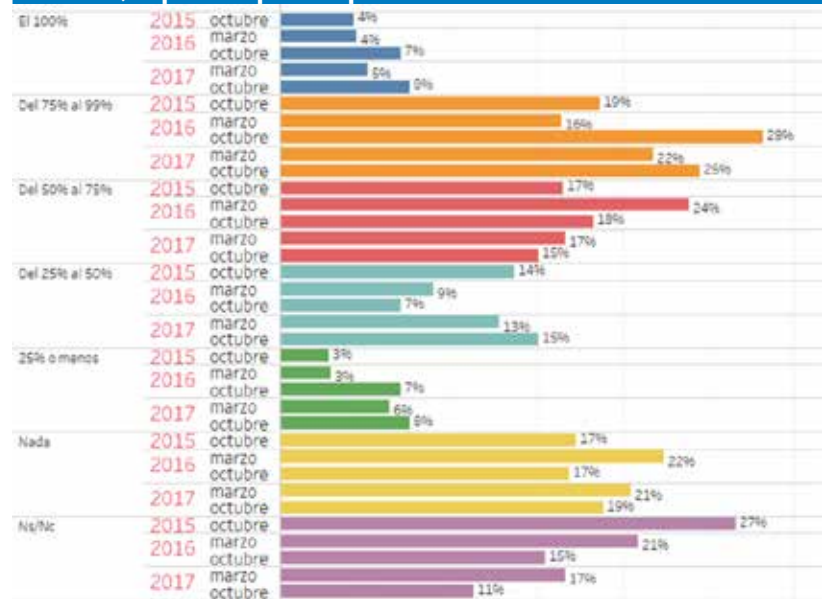
El **ingreso de los hogares** ha venido creciendo en los últimos 10 años. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado.

Las expectativas de evolución de la tasa de interés, del ingreso medio de los hogares y del acceso al crédito hipotecario presentan perspectivas más favorables (que en la actualización anterior) para el negocio inmobiliario en Uruguay. Este cambio de expectativas se fundamenta sobre la base de que se ha disipado el conjunto de incertidumbres que atravesaban las políticas macro monetarias globales y regionales así como los procesos políticos/económicos en Brasil y Argentina.

A su vez, la apreciación de las monedas locales respecto al dólar experimentada en la región en general, y en Uruguay en particular, ha permitido a los desarrolladores inmobiliarios defender el precio de venta de las viviendas (expresados en dólares). Al mercado lo ha dinamizado el sector inversor más que el consumidor de vivienda.

La demanda por compra de vivienda para consumo depende 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. 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 4. Necesidad de financiamiento
Qué porción piensa que será financiado?



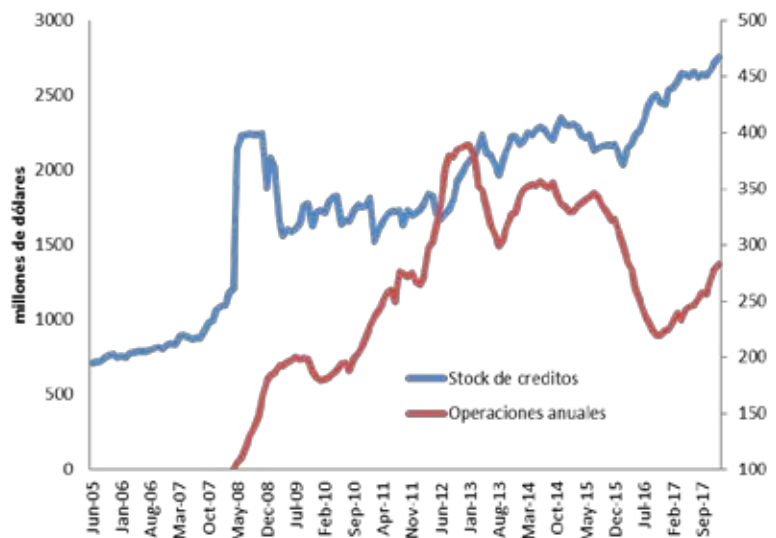
Pregunta: ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?

Fuente: CARE en base a información de RIU.

Si bien la predisposición del sistema financiero ha evolucionado favorablemente en el correr de 2017, aún no es posible inferir que haya tenido efecto. El dato positivo más relevante, es la reducción de tasas de interés de créditos hipotecarios. Por otro lado, la desmejora del mercado laboral y las perspectivas poco claras de evolución de este mercado en el mediano plazo, redundan en que un importante contingente de potenciales demandantes de vivienda, no cumpla con los requisitos del análisis para acceder a los créditos hipotecarios.

El crédito hipotecario de largo plazo se presenta en la actualidad como el cuello de botella del acceso a la vivienda. Según información del Banco Central del Uruguay (BCU), actualmente el crédito hipotecario a las familias (stock) se ubica en el entorno de los 2.500 millones de dólares y las operaciones nuevas se sitúan unas 2.000 por año y por aproximadamente 300 millones de dólares anuales. 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.

Gráfica 5. Stock de Crédito con destino a Vivienda y valor de las operaciones nuevas (millones de dólares)

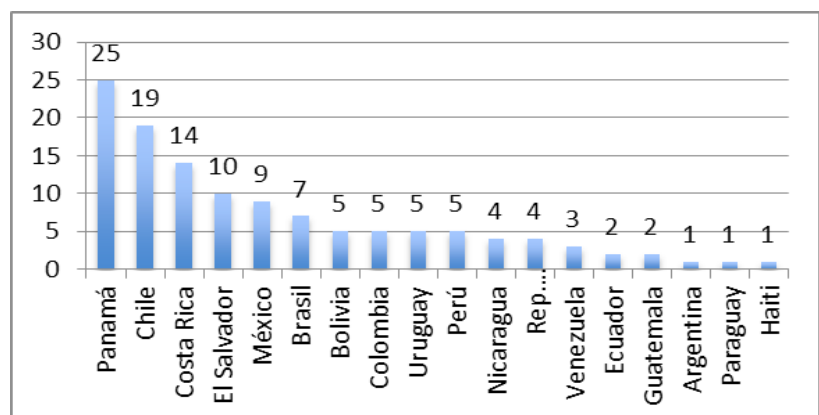


Fuente: Informe Sectorial CARE, en base a datos del BCU

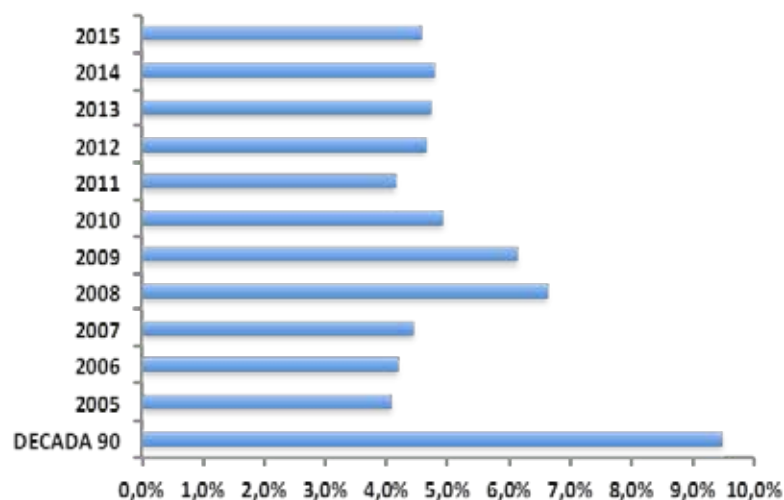
El coeficiente crédito hipotecario/PBI es reducido en relación a la región. Si bien se encuentra en una fase de crecimiento, se sitúa por debajo de los valores de la década del noventa y es exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda.

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, ha repercutido negativamente en el crédito hipotecario, ya que el mismo se concentra en operaciones de largo plazo.

Graf. 6 Crédito inmobiliario con destino a la vivienda en relación al PBI.
a) Región en el año 2012 (valores en porcentaje)



b) Uruguay Evolución



Fuente: Informe Sectorial CARE en base MVOTMA y Banco Central del Uruguay

(ii) Mercado de los alquileres.

Las dificultades de acceso al crédito descritas en el punto anterior generan dificultades para la compra de vivienda y presiona sobre el mercado de los alquileres.

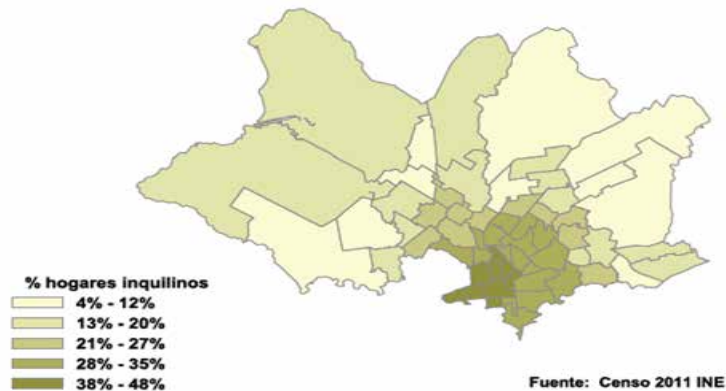
Para el caso de Uruguay en particular, el acceso a la vivienda parece ser más dificultoso en términos comparativos con otros países de la región, ya que el 40% de los hogares no es habitado por sus propietarios. En los últimos 30 años se ha evidenciado un crecimiento de los asentamientos informales a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

Cuadro 6 Viviendas ocupadas por sus propietarios (%)

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

Fte: Inf. Sectorial CARE en base a (Housing Information Network)

Proporción de hogares inquilinos según distribución geográfica. Montevideo



(iii) Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios.

Corresponde ahora analizar la evolución del valor de los inmuebles. El modelo de negocios supone aproximadamente una apreciación promedio del 2,5% en dólares.

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

- (a) En moneda constante doméstica, el precio de los inmuebles (en promedio) tiende a crecer en el largo plazo una cifra similar a lo que creció la economía en promedio menos una depreciación teórica. Como 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 que permite comparar el supuesto del prospecto sería observar la evolución del ICC (índice del costo de la construcción) en dólares corrientes restándole la tasa de depreciación antes mencionada para el mismo período (1985-2015). Este índice captura la evolución del costo de reposición del inmueble en cuestión.

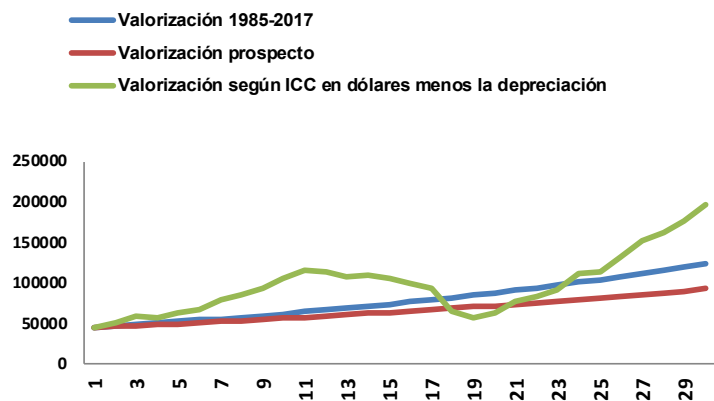
El prospecto supone una valorización del 2,5% anual; la teórica suponiendo una emisión idéntica en el año 1985 supone una valorización del 3,5%; y suponiendo que el precio del inmueble se comportara según la evolución del ICC en dólares menos la depreciación, el resultado sería en esta hipótesis una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

La Gráfica siguiente describe los diferentes incrementos según las tres metodologías expuestas: la del prospecto, la teórica (vinculada a la variación del PBI), y la evolución del costo de construcción en dólares corregido

por depreciación. Se puede afirmar, a partir de esta comparación, que las proyecciones de valorización de los inmuebles supuestas en el prospecto son conservadoras, lo que supone una alta probabilidad de ocurrencia. Más aún, considerando que el modelo de negocios supone considerables descuentos en el precio de compra de las unidades.

Dado que el Modelo de negocios tiene estipulado un horizonte temporal de 7 años, podría suceder que en el momento de venta del stock de viviendas la economía se encuentre en una fase de depresión del ciclo económico. De ocurrir este escenario hipotético, el Fideicomiso cuenta con los mecanismos formales para diferir el proceso de desinversión y extender los plazos estipulados en el Prospecto.

Gr. 7 Simulación de la valorización del stock de vivienda (largo plazo - 30 años)



Fte. CARE

En resumen

No existen elementos para suponer una reducción en la demanda por alquileres ya que persisten dificultades para el acceso a través de la compra para buena parte de los potenciales inquilinos.

En lo que respecta al mercado de compraventa de inmuebles, la debilidad del dólar estaría contribuyendo a dinamizar la concreción de transacciones, pero ello aún no afectaría los precios al existir una importante oferta por parte de los desarrolladores. Este escenario, podría beneficiar el modelo de negocios propuesto, ya que el Administrador tendría una coyuntura favorable para la adquisición de las unidades proyectadas por el Fideicomiso.

El mercado inmobiliario muestra una mejoría significativa en relación a las anteriores actualizaciones a pesar de que se mantienen algunas restricciones que derivan en una situación, que si bien es más favorable para el negocio, aún dista un poco de lo que fuera al momento de la calificación original.

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

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.

El consenso favorable a nivel político se evidenció ante una coyuntura de crecimiento económico, caída del desempleo y aumento del salario real. Este consenso político podría variar ante coyunturas de signo contrario.

Ha trascendido la posibilidad de proponer algún tipo de regulación sobre el mercado de alquileres. Por el momento estos trascendidos no parecen tener sustento, pero de concretarse probablemente tendrían un efecto negativo sobre este Proyecto.

3. Conclusiones sobre el entorno

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.

El riesgo mercado *se encuentra acotado, en particular en la consideración, y por la extensión de plazos que permitirían contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. Las disposiciones de gobierno corporativo, con una adecuada composición en los miembros de sus diferentes instancias de decisión, contribuyen en el mismo sentido. Riesgo bajo.*

El riesgo de políticas públicas. *Se encuentra acotado. 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. Esto se debe a que el público objetivo consumidor de las inversiones del Fideicomiso es vulnerable a las crisis macroeconómicas y no habría que descartar intervenciones que afecten la rentabilidad futura de este modelo de negocios. Riesgo medio.*

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 administradora, 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 la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Por Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tambler

². 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.**