

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
FONDO COMPASS
DESARROLLO INMOBILIARIO I**

Montevideo, noviembre de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
33	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LOS CPs DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
FONDO COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I
25 - noviembre - 2019**

Plazo:	8 años.
Monto de Emisión:	hasta \$ 2.100.000.000
Fecha de primera emisión	setiembre de 2014.
Administrador:	Compass Group Uruguay Investment Advisors
Fiduciario:	República AFISA
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	República AFISA
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de abril de 2020
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber
Calificación de riesgo:	BB+ (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 "Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I" con la calificación BB+ (uy) de grado especulativo.

Esta reducción de la calificación se basa esencialmente en el hecho que por diferentes motivos -que incluyen el mantenimiento de las dificultades y los atrasos en la concreción de los proyectos- la rentabilidad global de la inversión se ha concentrado en el éxito de los dos más grandes, que por diversa razones, incluida la inestabilidad argentina, ofrecen dudas acerca de su desempeño.

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 aprecia en el informe jurídico adjunto a la calificación original.
- Un plan de negocios original que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soportó en su momento los stresses ajenos al mismo a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron al proyecto en la calificación original¹.
- Un negocio que ofrecía bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable, tal como para múltiples circunstancias fuera analizado en el momento de la calificación. No obstante y como se señalara en anteriores actualizaciones, existen una serie de factores que vienen reduciendo los retornos esperados de la mayoría de los proyectos, en general por la extensión de los plazos. Según el Administrador y confirmado por el Comité de Vigilancia, el proyecto más importante (La Caleta), está orientado al mercado argentino y éste atraviesa por una coyuntura económica que ofrece dudas a la concreción de negocios en nuestro mercado.
- De modo especial se evaluó oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, Compass Group Uruguay. La empresa ha ido modificando su estructura gerencial en el país y si bien ha logrado sortear ciertos problemas en la ejecución del plan de negocios, aún persisten algunas dificultades.
- Resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución y los recientemente iniciados a los efectos de que no se siga deteriorando la rentabilidad esperada. Especial atención están recibiendo aquellos proyectos de gran magnitud que mayor incidencia tienen en los ingresos esperados (Distrito M y la Caleta).
- La TIR global para los certificados de participación al 31 de diciembre 2018 y en base a las proyecciones realizadas por el Administrador es de 12,4% en pesos uruguayos. Descontada la inflación esperada estaría generando una tasa de interés real del entorno al 4,1%. Es menor a la estimada en el prospecto, y si bien luce aceptable, CARE entiendo que existen dudas respecto del cumplimiento de los supuestos utilizados, que suponen la construcción de la tercer torre del Distrito M, la concreción de la primer torre del proyecto La Caleta y la venta de todas las unidades y del saldo de la tierra.

¹ . Ver www.care.com.uy)

- La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos fue una medida acertada, no obstante la situación económica nacional y particularmente la regional atentan contra el éxito de esta estrategia.
- Como se describe en profundidad en la Sección V, la demanda para la compra de viviendas (y cualquier otro bien duradero) se ha enlentecido a partir del año 2018 como consecuencia del aumento del dólar, la fragilidad del mercado laboral, las turbulencias regionales, y las dificultades para el acceso al crédito hipotecario. En consecuencia se han desacoplado los precios de compra de inmuebles con los de alquiler, lo que favorece la opción de los arrendamientos por sobre las compras. En este marco, es probable que en el corto plazo se mantenga lenta la venta de inmuebles, la que se irá recuperando en la medida que se vaya superando la coyuntura adversa.
- El público objetivo al que está mayoritariamente dirigida la campaña de comercialización de las unidades de vivienda presenta una demanda no satisfecha. Según se destaca en el informe sectorial actualizado a setiembre de 2019 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 de demanda realizada por Research International Uruguay, en julio de 2019 que permiten fortalecer las conclusiones. No obstante, la demanda encuentra dificultades para la compra como señala el informe.
- 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, pueden contribuir a generar un clima de inversión inestable dados los cambios en los beneficios fiscales para los inversores. En este último período no han surgido cambios normativos/ administrativos relevantes que afecten el modelo de negocios del Fideicomiso.

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 Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I".

La calificación de riesgo y sus respectivas actualizaciones, suponen 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 actualización 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 en su momento 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 siguientes no se vinculan 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 TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y comerciales 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 Martín Durán Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber.

La vigencia de esta actualización de la calificación es hasta el 30 de abril de 2020. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

Antecedentes

Los proyectos en ejecución son 6: Distrito M (tres torres), Escollera, Julio Cesar II, Torre Centra, Chaná y La Caleta (iniciando), Los que totalizan 702 unidades a ser vendidas. El Administrador informa que al 30 de setiembre de 2019 se cuenta con aproximadamente 371 unidades reservadas (53%). Sin considerar la torre 3 de Distrito M que no se está aún decidida su realización, sobre un total de 629 unidades se ha comercializado el 59%.

El resto de los proyectos adquiridos: Tres Cruces, Blue Sky y Benito Blanco, se han ido dando de baja, y se siguen buscando alternativas de desinversión. En el caso concreto de Tres Cruces se mantienen negociaciones con la Junta Departamental y la ANV, para la obtención de permisos.

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos al 30 de setiembre de 2019, según la información suministrada por el Administrador:

- **Proyecto Escollera**

Está compuesto por dos edificios, uno alto y uno bajo, con un total de 110 apartamentos. La obra ya está terminada y se realizó la presentación del Permiso de Construcción ante la Intendencia de Montevideo. Se está trabajando en la entrega de las unidades; hay 50 ya reservadas y existe la posibilidad de que se concrete una negociación por un paquete de 56 unidades.

Es un proyecto ubicado en Montevideo, destinado al segmento socioeconómico medio.

- **Proyecto La Caleta**

Este proyecto está ubicado en Canelones y está destinado al segmento socioeconómico medio-alto. En este caso, se proyecta el desarrollo y comercialización de la primera torre y la venta del remanente de tierra en función del acuerdo preliminar a otra empresa desarrolladora.

Se está trabajando en una actualización del Permiso de Construcción. Se ha culminado con la construcción del muro colado y se han recibido ofertas actualizadas de 5 empresas constructoras para realizar la Torre 1. Se realizó un análisis comparativo y se creó una lista corta con las cuales se está avanzando en las negociaciones con uno de los oferentes.

Respecto de las actividades comerciales, se realizó la construcción de un Showroom que ya está amueblado. Al fin del tercer trimestre, el proyecto cuenta con 23 unidades reservadas (19,5% de la Torre 1). Una de las unidades reservadas corresponde al canje por compra de la tierra y 3 unidades corresponden a una reserva del desarrollador. Las promociones de venta se están concentrando en gran medida en la Argentina, a pesar de la particular situación económica financiera de ese país.

La concreción y el éxito comercial de este proyecto resulta muy importante para este fideicomiso por el monto de la inversión y la tasa interna de retorno esperada. Por el momento este emprendimiento no parece mostrar avances significativos.

- **Proyecto Distrito M Torres 1 y 2.**

Este emprendimiento está ubicado en Montevideo y consta de 268 apartamentos en sus dos torres y está dirigido al segmento de clase media. Aún no se ha decidido la construcción de una tercer torre de 73 unidades adicionales, lo que está sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones². El Proyecto ya registra un 70,3% de avance económico acumulado de obra y al 30 de setiembre de 2019 ya se han reservado el 55% de las unidades (148 apartamentos).

Según informa el operador, se mantiene una importante actividad de marketing y promociones.

- **Proyecto Julio Cesar II.**

Este proyecto se encuentra terminado, consta de 23 unidades destinadas a un público del segmento medio, está ubicado en Montevideo.

Se están realizando los últimos trámites orientados a la obtención de la final de obra. Se están realizando también las entregas de los apartamentos reservados.

- **Proyecto Chana**

Este proyecto se encuentra terminado plenamente ocupado. Es un edificio de 15 apartamentos y está orientado hacia el segmento de clase media.

- **Proyecto Torre Centra**

Es un proyecto para la construcción de 95 unidades destinadas al segmento de clase media.

El avance de obra económico de este proyecto al 30 de setiembre de 2019 es del 59,7%.

Se ha logrado un avance importante en el proceso de comercialización, ya que al final del tercer trimestre había reservadas 67 unidades que representan el 67% de la oferta. Del total de unidades reservadas, 47 fueron comercializadas por la estructura de ventas directa del Fondo, 11 provienen del canal de inmobiliarias y las restantes 6 unidades se corresponden con las unidades a canje con la empresa constructora CEAOSA y la reserva de ACSA.

- La mayoría de los proyectos adquiridos tienen como destino la producción de Vivienda de Interés Social (VIS), con excepción de La Caleta, y están situados en los departamentos de Montevideo y Canelones. La distribución de proyectos es consistente con las proyecciones asumidas en los supuestos con los que se confeccionó el flujo de fondos proyectado presentado en las planillas anexas al Prospecto de Emisión. No obstante, los plazos son mayores y los retornos son inferiores a los proyectados.

². Previo a la decisión de construir la tercer torre deberán estar reservadas al menos el 50% de las torres de la etapa 1 (cumplido), que se hayan reservado al menos el 40% de la torre 3 (no cumplido) y contar con el visto bueno del comité de vigilancia.

Hechos salientes del período

- Se realizó un nuevo ajuste en el organigrama del Fondo de Desarrollo Inmobiliario Uruguay I, responsable de la gobernanza del Fideicomiso. Este ajuste se realizó a los efectos de ejecutar los cambios propuestos en la última modificación del contrato de Fideicomiso. Los principales cambios, que ya se comentaron en extenso en anteriores calificaciones, refieren a mejoras en el control de las contrataciones, aumentar las exigencias necesarias para la adquisición de nuevos proyectos y la extensión por un año más del período de inversiones (8 años). En este marco, desde marzo de 2019 el Administrador del Fondo modificó su equipo de gestión. Tras la salida de Carlos Protasi, Sofía Gutierrez lidera el equipo operativo del fondo. Asimismo, desde comienzos del año, se incorporó a la compañía Claudio Morrone como analista de operaciones para colaborar en la gestión.
- Entre el segundo y tercer trimestre de 2019 se realizó el muro colado del proyecto La Caleta, así como también se construyó y amuebló el Showroom para la promoción de este proyecto.
- Durante el segundo trimestre se detectaron errores en el plano de agrimensura elaborado por el Ing. Agrimensor del proyecto Escollera. Se realizó la actualización de dicho plano y de los materiales comerciales basados en tal documentación. El error generará la necesidad de compensación de precio en algunas unidades residenciales.
- Para el proyecto La Escollera existe una oferta que fue aprobada por el Comité de Inversiones para la adquisición de un paquete de 56 unidades del proyecto (50,9% del proyecto) y 38 garajes, por un monto de UI 48.345.177. La oferta se encuentra sujeta a la realización de un due diligence por parte del promitente adquirente, si se concreta solamente quedarían 4 apartamentos para comercializar.

3. Información analizada

La nueva información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a julio de 2019 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) a Setiembre de 2019 realizado para CARE por el Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- Informes trimestrales del Administrador, el último al 30 de setiembre de 2019
- Entrevista al Comité de Vigilancia.
- Entrevista con el Administrador.
- Estados contables del operador al 31 de diciembre de 2018
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30 de junio de 2019
- Estados Contables Intermedios del Fideicomiso al 30 de setiembre de 2019.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados fueron analizados en la Calificación original.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario.

Fiduciario: República Administradora de Fondos de Inversión (en adelante República AFISA).

Administrador: Compass Group Uruguay Investment Advisors

Entidad

Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

Títulos emitidos: Certificados de participación.

Activos del Fideicomiso:

Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.

Moneda: Pesos uruguayos

Importe de la Emisión:

\$ 2.100.000.000 (pesos uruguayos dos mil cien millones) con integración diferida según contrato de fideicomiso en cláusula 10.1.

Distribuciones: Anualmente según Resultados Acumulados Realizados según procedimiento establecido.

Calificación

de Riesgo: BB + (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original y de la actualización de abril de 2014, descartaron cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. (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 eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. *Visto el informe antes mencionado y dado el tiempo transcurrido sin conflictos se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera 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

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: REPUBLICA AFISA S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y COMPASS GROUP URUGUAY en su capacidad de gestionar el proyecto. Ambas componen el contrato de fideicomiso financiero.

1. La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de República AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

REPÚBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16.774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomisos financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17.703 de octubre de 2003.

Según EE.CC al cierre intermedio del 30/6/2019 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 647.428. Esto supone un incremento del orden del 10,64 % respecto al que tenía al 31/12/2018. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Activo	727.658	705.262	637.392
Activo Corriente	162.513	261.447	249.236
Activo no Corriente	565.145	443.815	388.155
Pasivo	80.230	120.097	81.887
Pasivo Corriente	62.227	101.326	57.829
Pasivo no Corriente	18.004	18.772	24.058
Patrimonio	647.428	585.164	555.505
Pasivo y Patrimonio	727.658	705.262	637.392
Razón Corriente	2,61	2,58	4,31

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados del primer semestre de 2019, la firma sigue mostrando resultados positivos, en este caso muy superiores a los exhibidos en el mismo período del ejercicio anterior. Particularmente se muestra un importante incremento en los resultados brutos, producto de una mejora en los ingresos y menores costos administrativos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a junio de 2019 y su comparativo con el mismo periodo del ejercicio anterior.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-19	30-Jun-18	31-Dec-18
Ingresos Operativos	142.614	127.854	290.623
Gastos de Adm y Ventas	(96.383)	(113.806)	(283.795)
Resultado Operativo	46.231	14.048	6.828
Resultados Diversos	120		56
Resultados Financieros	36.115	36.132	53.691
IRAE	(20.228)	(12.485)	(15.910)
Resultados del periodo	62.238	37.696	44.665

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2019, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

2. Compass Group Uruguay

El operador es Compass Group Uruguay Investment Advisors S.A (en adelante CGU); se trata de una sociedad anónima cerrada con acciones nominativas constituida en 2006 con el nombre de Dulbren S.A, que se dedica básicamente a desarrollar actividades inmobiliarias realizadas por retribución o contrato. Por acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de marzo de 2012 se resolvió reformar el Artículo 1 del Estatuto pasando a tener la actual denominación. En consecuencia, al referirnos al operador lo hacemos a CGU.

De acuerdo a la cláusula 13.4 del Contrato de Fideicomiso Financiero, el Administrador declara que la totalidad de las acciones emitidas y en circulación de Dulbren SA (ahora CGU) son propiedad de Compass Group Holding SA y se encuentran (y encontrarán) depositadas en una institución de intermediación financiera local o estudio jurídico local de primer nivel (El Custodio). El depositario elegido fue el estudio Guyer & Regules constituyéndose así en El Custodio.

Por lo tanto, interesa evaluar la capacidad de Compass Group. Así se hizo en oportunidad de la calificación original y sucesivas actualizaciones habiéndose llegado a la conclusión que desde el punto de vista de la idoneidad y solvencia la firma está capacitada para administrar este fideicomiso.

En lo que respecta a su situación económica financiera, el último balance disponible, que incluye informe de auditoría independiente, fue el cerrado al 31/12/18. La firma sigue mostrando una condición que no permite suponer dificultades en tal sentido; por otra parte se recuerda que cuenta con el respaldo del grupo a nivel internacional.

Los resultados han sido positivos desde su constitución. CGU viene cumpliendo con su compromiso de integración de los CP's suscriptos.

3. El Fideicomiso

El 23 de setiembre de 2014, los inversores suscribieron certificados de participación por un monto total de \$ 2.100 millones (máxima emisión autorizada) de los cuales integraron \$ 420 millones, emitidos dos días después por la fiduciaria, esto es, el 20% del total tal cual se preveía en el programa de emisión. De acuerdo al cronograma de integración, 180 días corridos del cierre del período de suscripción se debía integrar el 15%, es decir \$ 315 millones, cosa que ocurrió el 23 de marzo de 2015. La totalidad de los CP's suscriptos debía cumplirse en sucesivas integraciones de 15%, 15% y 35% a los 360 días, 540 y 720 del cierre del período de suscripción respectivamente. Esto sin perjuicio de la modificación acordada en Asamblea del 2/9/15 en que se facultó al Administrador a anticipar o atrasar dicho cronograma por razones fundadas. Precisamente, haciendo uso de la facultad concedida, el Administrador resolvió atrasar, en sucesivas resoluciones las tres últimas integraciones.

Hasta la fecha de la anterior actualización, realizada en abril de 2019 se habían emitido un total de \$ 1.540 millones. Desde entonces a la fecha, se realizaron dos integraciones más, una por \$ 105 millones el 24/5/19 y la última el 12/9/19 por \$ 455 millones. De esta forma se completó el total autorizado de \$ 2.100 millones.

Situación económica financiera

En los EE.CC del Fideicomiso se da cuenta de su participación en ocho entidades estructuradas, sociedades anónimas a través de las cuales se llevan adelante los distintos proyectos. Se consideran contablemente como entidades subsidiarias no consolidadas.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidades de inversión, las participaciones en subsidiarias no se consolidan, según la excepción prevista en la NIIF 10, y en su lugar se presentan al valor razonable con cambio de resultados (Nota 3.3.c a los EE.CC)

En cuanto a la nómina de las sociedades no hay modificaciones respecto al informe anterior, en consecuencia siguen siendo:

- a. Maramax SA (proyecto La Caleta)
- b. Demiluz SA (proyecto Benito Blanco)
- c. Baulan S.A (proyecto Distrito M- Av. Italia, Malvín)
- d. Dinegan S.A (proyecto Escollera en Ciudad Vieja)
- e. Taberinos SA (proyecto Torre Centra- ACSA II)
- f. Conceptor SA (proyecto Tres Cruces)
- g. Verdiplan SA (proyecto Sky Blue C)
- h. Framilux SA (proyecto Julio César II)

El estado de desarrollo de cada uno ha sido explicitado en otra sección de este informe; corresponde decir que el criterio contable seguido en su registro es el de valor razonable determinado por un perito independiente o, en caso de estar en construcción y no ser posible o confiable la determinación de su valor razonable de mercado se contabiliza por su costo de adquisición y de construcción. En general es el caso de la mayoría de los proyectos mencionados. El Fideicomiso ha desistido la ejecución de tres de ellos,

Demiluz SA; Conceptor SA y Verdiplan SA. los que se encuentran en proceso de desinversión.

Lo anterior determina que el Fideicomiso tenga activos de disponibilidad restringida en virtud de las reservas que se constituyen, calculada como el 5 % del patrimonio neto ajustado al cierre del ejercicio anterior.

Asimismo, el Fideicomiso ha constituido una reserva de construcción por cada proyecto en desarrollo; esta se compone del costo total de construcción, deducidas las inversiones ya realizadas más los créditos a cobrar por preventas. Dicha reserva podrá estar compuesta por fondos líquidos, instrumentos financieros e integraciones pendientes de ser realizadas por los titulares de los certificados de participación.

En los cuadros siguientes se exponen en forma resumida las principales partidas de los estados de situación patrimonial y de resultados intermedios del fideicomiso al 30 de setiembre de 2019.

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30/9/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	1.937.779	1.460.638	1.122.032
Activo Corriente	489.046	111.063	119.302
Activo no Corriente	1.448.733	1.349.576	1.002.730
Pasivo	5.458	53.147	7.611
Pasivo Corriente	5.458	52.997	6.894
Pasivo no Corriente		150	717
Patrimonio	1.932.320	1.407.492	1.114.422
Total Pasivo y Patrimonio	1.937.779	1.460.638	1.122.032
Razón Corriente	89,60	2,10	17,31

Fuente: EE.CC fideicomiso

El activo corriente está compuesto básicamente por efectivo e inversiones financieras temporales, mientras que el activo no corriente lo constituye fundamentalmente las inversiones inmobiliarias realizadas a través de las entidades estructuradas mencionadas; estas se componen de inmuebles adquiridos así como el avance de obra en los mismos.

El patrimonio contable al 30/9/19, según cotización de cierre (\$ 36,939), asciende a USD 52.3 millones contra los USD 43.4 millones que había en diciembre de 2018, pero hay que tener en cuenta que en el periodo el Fideicomiso recibió dos nuevas integraciones de CP's por un valor de \$ 560 millones (equivalente a, aproximadamente, USD 15 millones). En moneda nacional, el patrimonio contable es algo menor a las emisiones realizadas (aproximadamente 8 %).

Cuadro 4: Resultados del fideicomiso (miles \$)

Concepto	30/9/2019	30/9/2018	31/12/2018
Ingreso por venta de inmuebles	5.192	-	27.485
Costo por venta de inmuebles	(4.770)		(26.376)
Cambios de valor en inversiones inmob.			-
Ingresos por cesión contratos compra vta.	-	18.345	-
Costos directos por inv. en inmuebles	-	(17.859)	-
Cambios valor en subsidiarias no consol.	6.109	(52.828)	(34.047)
Resultados inversiones financieras	389	438	460
Ingresos varios	-		-
Resultados Operativos	6.920	(51.904)	(32.478)
Gastos de Administración	(49.827)	(45.109)	(63.823)
Resultados Financieros	7.586	5.029	3.926
Resultados antes IRAE	(35.321)	(91.984)	(92.375)
IRAE	150	388	445
Resultado integral del período	(35.171)	(91.595)	(91.930)

Fuente: EE.CC fideicomiso

Puede comprobarse que persisten los resultados negativos. Es de esperar que, en la medida que se vaya avanzando en las obras y en su comercialización, esta situación debería revertirse.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado en los contratos respectivos. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo administración, la gestión del operador en la implementación del plan de negocios ha encontrado dificultades que, si bien, en términos generales se han ido superando, las mismas han ocasionado un enlentecimiento general en la marcha de los negocios en perjuicio de la TIR esperada. *Riesgo bajo.*

Riesgo constructivo, que supone la falta de idoneidad para realizar el tipo de proyectos que se plantea en las condiciones necesarias para su comercialización. La cobertura de este riesgo se encuentra acotada por el protocolo de realización de obras recogido en el prospecto y la idoneidad técnica de los involucrados. *Riesgo bajo.*

Riesgo de terminación (completion), que implica analizar la posibilidad de que cuando una obra es lanzada, la misma se termine en tiempo y forma, con independencia de factores comerciales, o de costos, o financieros vinculados a créditos a cobrar por unidades vendidas. El mismo se encuentra acotado por la disposición de normas recogidas en el prospecto acerca de inmovilizaciones de fondos líquidos que en conjunto permiten acotar al mínimo este riesgo. Estas inmovilizaciones son: La Reserva Principal, la Reserva de Construcción, la Regla de Inicio de Construcción y otros límites que dan satisfacción a la cobertura de este riesgo. *Riesgo bajo.*

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

Riesgo por cambio de Equipo Gestor, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En el correr de los años se fueron presentando nuevas proyecciones a los efectos de ir adaptando las proyecciones iniciales a la realidad. El último flujo de fondos fue presentado por el administrador al 31 de diciembre de 2018 y analizado en la anterior calificación.

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

En la calificación original se detalló exhaustivamente el modelo de negocios del Proyecto así como la combinación de escenarios simulados en el Prospecto de Emisión.

Asimismo, CARE realizó oportunamente un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación de Monte Carlo. En aquella oportunidad se concluyó que al combinar el análisis presentado en el plan de negocios del Prospecto, con el análisis de sensibilidad realizado por CARE, existía una alta probabilidad de alcanzar la rentabilidad del 10% y un 98% de probabilidad de que la TIR alcance valores mayores que cero. La TIR media esperada se podía ubicar en el entorno del 17%, si se hubiera cumplido el plan de negocios original.

Se subraya que las tasas de retorno esperadas han venido disminuyendo con relación a la propuesta original. Esta disminución obedece a la reducción del ritmo de ventas y al enlentecimiento en la ejecución de los proyectos, motivo por el cual son estos conceptos en los cuales hay que prestar particular atención. Por su parte, el enlentecimiento de las integraciones ha mitigado los efectos adversos anteriores.

Cuadro 5: Potencial total de Proyectos

Proyecto	en unidades		en metros cuadrados	
	número	Pocentaje	Mts vendibles	%
Escollera	110	16%	5.975	14%
La Caleta (*)	118	17%	11.948	28%
Distrito M (**)	341	49%	17.791	41%
Julio César	23	3%	1.193	3%
Chaná	15	2%	846	2%
Torre Centra	95	14%	5.137	12%
Totales	702	100%	42.890	100%

(*) Proyecto recién iniciando. Un módulo

(**) incluye las tres torres, la tercera con 73 apartamentos aún no se ha iniciado

Fuente: Administrador

En lo que respecta a la composición del portafolio y su distribución por montos de inversión, son coincidentes con el Plan de Inversiones del prospecto de emisión y están adecuadamente distribuidos geográficamente. Al estar todos situados en Montevideo y el Oeste de Canelones y destinados mayoritariamente a un público objetivo doméstico, no es posible aislar esta inversión de los efectos locales de shocks macroeconómicos adversos.

El ritmo de ventas hasta el momento ha sido menor al previsto, recogiendo la realidad de un mercado con una demanda deprimida, habiéndose comercializado aproximadamente el 45% de las viviendas disponibles a la venta (el porcentaje aumenta al 53% si se concretan las 56 unidades de La Escollera).

La concreción de los emprendimientos ha enfrentado dificultades. Además de la aparición de algunos problemas constructivos o de planos en dos proyectos que generaron costos adicionales, y la necesidad de desinvertir en otros proyectos (Tres Cruces, Benito Blanco y Sky Blue C) por diversos motivos, queda aún la incógnita de la construcción de la tercer torre del Distrito M y al menos la primer torre de La Caleta. Como ya fuera comentado, la tercer torre del Distrito M depende de lograr un nivel mínimo de preventa y el Proyecto La Caleta se ha venido demorando sistemáticamente. Este último es un proyecto de viviendas para un sector socioeconómico medio-alto, en donde se espera contar con compradores argentinos, los que hoy atraviesan por una crisis económica importante. El desarrollo de estos dos emprendimientos, que son necesarios para alcanzar un flujo de ingresos que permita una mínima rentabilidad, no parece imposible, aunque existen hoy en día elementos objetivos que permiten suponer que existe una cierta probabilidad de que no se puedan concretar o lo hagan parcialmente; lo que comprometería el flujo real de ingresos.

En la anterior calificación, el Operador presentó la última actualización del flujo de fondos al 31 de diciembre de 2018, contemplando ya un período de 8 años para el fideicomiso, lo que fuera acordado en la medida que no se fueron cumpliendo los plazos proyectados.

La TIR esperada para esta última estimación del flujo de fondos es del 12,4% con los supuestos ajustados a esa fecha, frente al 25,4% que fue la estimada y proyectada a setiembre de 2015. No obstante, la TIR a diciembre es mayor que la que fuera estimada por el administrador para un año atrás (11% a diciembre de 2017). Estas tasas tienen la limitación de que refieren a pesos corrientes, a lo cual debe descontarse la inflación, como se comenta más adelante.

Como ya fuera comentado líneas arriba y marcado en anteriores actualizaciones, existen dos elementos que están contribuyendo a la disminución de la rentabilidad esperada de los negocios inmobiliarios: el enlentecimiento de las ventas y el inicio de los proyectos constructivos. Esto ha sido en parte mitigado por la posibilidad de enlentecer las integraciones diferidas de los fondos, ya que de lo contrario los resultados esperados serían aún más bajos.

Los criterios considerados en esta oportunidad, y que bajo la coyuntura actual CARE considera de difícil concreción, fueron los siguientes:

- Forma de pago proyectos ANV: 20% en el compromiso de compraventa, 80% contra la ocupación.
- Forma de pago proyectos no ANV: 30% en el compromiso de compraventa, 60% en cuotas durante la obra, 10% contra la ocupación.
- Incremento de precios en dólares, la inflación de EEUU.
- Incremento de costos en pesos, un 20% por encima de inflación.
- Venta de tierras remanentes de Caleta de acuerdo a la propuesta de Fortune Latam.
- Preventa y Venta en obra el 55% de las unidades.
- Costos de construcción proyectos ANV no lanzados: USD 1200 / m².
- Costos de construcción proyectos no ANV no lanzados: USD 1250 / m².

Con la base de los datos reales hasta diciembre de 2018 y proyectando los siguientes el administrador estimó un nuevo flujo financiero y una nueva TIR.

Esta supone la concreción de los proyectos que recién se están iniciando y su venta, lo cual a juicio de CARE parece relativamente optimista, ya que al menos hasta el momento el fideicomiso ha mostrado atrasos y dificultades en prácticamente todos los proyectos. Por otra parte, el proyecto que más va a incidir en la TIR final es La Caleta, que recién está en su etapa inicial; con un 23% de sus unidades colocadas; y orientado hacia el mercado argentino que muestra dificultades en la actualidad y en el mediano plazo.

En los siguientes cuadros se presentan las estimaciones del nuevo flujo financiero y el cálculo de la nueva TIR del proyecto.

Cuadro 6. Flujo Financiero del Proyecto (miles \$ uruguayos)

Años	2014-2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Flujo de caja de los proyectos	-1.081.379	-256.984	966.626	914.012	285.883
Otros ingresos/egresos	-587.962	118.274	323.022	737.696	-1.838
Flujo caja antes distribución	-1.669.341	-138.710	1.289.648	1.651.708	284.045
Aporte de capital (emisión)	1.640.000	460.000			
Distribuciones			-562.354	-2.603.879	-351.115
Flujo	-29.341	321.290	727.294	-952.171	-67.070
Flujo Acumulado	-29.341	291.949	1.019.243	67.072	2

Fte. Administrador

Cuadro 7. Flujo de Fondos y cálculo de la Tasa interna de retorno de los CPs.

En miles de pesos uruguayos	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Aportes de Capital (emisión)	-420.000	-315.000		-520.000	-385.000	-460.000			
Distribuciones							562.354	2.603.879	351.115
Flujo	-420.000	-315.000	-	-520.000	-385.000	-460.000	562.354	2.603.879	351.115
TASA INTERNA DE RETORNO DE CPs		12,4%							

El fideicomiso comenzaría a distribuir utilidades a partir del año 2020 y de acuerdo a las fechas de integración del capital y las distribuciones de la Tasa Interna de Retorno de los certificados de participación sería de 12,4% en pesos nominales; estimando una inflación del 8% la tasa en pesos constantes sería del 4,1%. Si las distribuciones bajarán un 15%, lo que no se puede descartar, la TIR en pesos constantes sería casi cero, apenas positiva (0,4%).

Este flujo de fondos y la TIR esperada de acuerdo al cuadro 7, está realizado sobre la base de la venta de los 702 apartamentos (considerando la torre 1 de la Caleta y la torre 3 del Distrito M), así como la venta de los tres proyectos desistidos y la tierra excedente del proyecto La Caleta. CARE considera que es posible, pero considerando los antecedentes de los 6 primeros años, sumado a la situación económica nacional y regional y su influencia en la comercialización de inmuebles, la probabilidad de éxito ofrece dudas. No obstante un mayor plazo para la comercialización de los inmuebles podría mitigar las dificultades.

2. Estimación del Costo de oportunidad del Capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no es compararla con el costo de oportunidad del capital, lo cual puede hacerse a través del cálculo del costo promedio ponderado del capital (WACC³).

³. Weighted Average Cost of Capital

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁴ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁵.

rf: tasa libre de riesgo

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

A los efectos de considerar la tasa libre de riesgo se consideran los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que en el momento actual se encuentra en 1,8%. El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018, consecuencia del aumento de la tasa de la FED. Sin embargo en los primeros meses de 2019 el rendimiento de los bonos ha bajado y todo indica que pueden bajar aún más. En consecuencia, en el corto plazo no se debería esperar mayores crecimientos en las tasas de interés de los bonos y no resulta razonable esperar que las mismas alcancen niveles tan altos como en el pasado.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, se consideró a un nivel de 161 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la realidad actual. Por su parte, el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para la construcción de viviendas se ubica actualmente en 0,67.

En esta ocasión y a la luz de los valores referidos, se calculó la tasa de retorno esperada del capital para este tipo actividad la cual se ubicaría en 4,72%. En este caso, la TIR esperada del inversor en CPs es de 12,4% en pesos nominales, pero descontada una inflación promedio del período del 8,0% implicaría una TIR en pesos constantes de 4,1%, que es la que debería compararse con el costo de oportunidad del capital.

De esta forma, con la TIR real esperada actualmente para los CPs, no se estaría dando satisfacción a la comparación con este parámetro internacional. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los certificados de participación.

⁴ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁵ Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

3. Estrategia financiera

Si bien los títulos están expresados en pesos uruguayos, la construcción financiera del Fideicomiso desde el momento de la emisión, realizó un adecuado diseño de portafolio que mitiga el riesgo de descalce de monedas en lo que refiere al riesgo completion. En este sentido, el Administrador ha instruido al Fiduciario en la compra de dólares en lo que respecta a los fondos proyectados para las inversiones en tierra y proyectos; y en letras de regulación monetaria en lo que respecta a los gastos proyectados en pesos uruguayos. Esta estrategia se adecua razonablemente a las necesidades financieras de los próximos meses.

A su vez, el Administrador se apalanca financieramente con créditos bancarios de corto plazo para mejorar la TIR de los proyectos. Esta estrategia ha sido elaborada en base a las necesidades de capital para la construcción, por moneda y plazos, minimizando el costo del crédito.

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 todo lo desarrollado en esta sección existe incertidumbre sobre la generación de ingresos en una cuantía suficiente como para alcanzar rentabilidades aceptables. *Riesgo medio.*

Riesgo de descalce de monedas. El manejo de la liquidez se corresponde con las necesidades planificadas del Proyecto en sus respectivas monedas. *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.

Como en las anteriores actualizaciones CARE contó en esta oportunidad con dos documentos especialmente elaborados para la calificadoradora, ambos informes son la base de la información utilizada para la realización de este análisis de entorno, estos son:

- La actualización a julio de 2019 de la investigación periódica que realiza RESEARCH Uruguay contratada por CARE, con el objetivo de analizar la oferta y la demanda de bienes inmobiliarios entre las personas que viven en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- La actualización a setiembre de 2019 del Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) realizado por el Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette para CARE⁶.

1. Mercado inmobiliario: oferta y demanda

a. La oferta de inmuebles

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 8% del PBI y ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en importantes compras de campos agropecuarios y construcciones destinadas al sector Premium y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, concomitantemente con una expansión moderada del crédito bancario sectorial. Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2018) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado con volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración de proyectos nuevamente en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece a partir del mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, ya que el mercado de inversiones inmobiliarias en Uruguay sufrió fuertemente el impacto de la devaluación en Argentina y es de esperar que lo sienta aún más en lo que queda del 2019.

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 tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El

⁶. Ambos trabajos pueden solicitarse en care@care.com.uy

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

La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de seducir al inversor a que construya en zonas céntricas pero con baja oferta. Dicha medida de política ha aumentado sensiblemente la construcción de vivienda en zonas que antiguamente no se construía, ya que los emprendimientos inmobiliarios se desarrollaban básicamente en las zonas Premium. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS.

Las tipologías construidas refieren a torres de tipo mediana con ascensor y torre suntuaria según la nomenclatura utilizada por el INE; desplazando a las torres económicas. Refieren a tipologías demandadas en general, por los hogares con percentiles más altos de ingreso. Se construyen tipologías más reducidas en términos de metros cuadrados y de habitaciones por vivienda en relación con el stock existente. El promedio de dormitorios por vivienda continúa en baja y se sitúa en 1,5. Las zonas geográficas elegidas siguen siendo Pocitos, Punta Carretas, Malvín y Carrasco, pero en los últimos años se ha sumado el Centro, Cordón y Tres Cruces aprovechando los beneficios fiscales de la Ley 18.795. El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida.

La notoria caída de la construcción de torres económicas ha provocado una lenta recomposición de la oferta de vivienda para los sectores socioeconómicos que históricamente se financiaban con crédito del BHU. Dicho segmento de la demanda ha quedado mayormente desatendido y es de esperar que la nueva oferta se concentre en asistir el exceso de demanda existente en este nicho de mercado que evidencia un desajuste entre la oferta y la demanda. En tal sentido, la ANV ha promovido proyectos por 17.910 viviendas al 15 de agosto del 2019, de las cuales alrededor de 9000 han culminado las obras⁷.

Estos datos ratifican que la medida de política pública fue acertada y otorgó estímulos en un segmento del mercado que lo demandaba. No obstante lo anterior, las modificaciones normativas de enero de 2017, crearon un marco de incertidumbre que redundó en un enlentecimiento de la presentación de propuestas por parte de los desarrolladores ante la ANV. Los desarrolladores inmobiliarios han invertido en predios lo más cercanos posibles a las zonas de mayor demanda, no arriesgándose a invertir en zonas donde la demanda no se encuentra madura.

⁷. Datos a l 30/04/2018

b. La demanda de inmuebles

El inmueble es un bien de uso y una reserva de valor al mismo tiempo, por lo tanto la demanda inmobiliaria se puede descomponer en un mercado para uso y un mercado de inversión.

Los factores que más inciden en la demanda para **uso** son el aumento de la población, el ingreso de los hogares, la tasa de interés real y el acceso a los créditos inmobiliarios; mientras que los que más inciden en demanda para **inversión**, son la tasa de interés y los flujos de capital.

o Factores que inciden en la demanda para uso

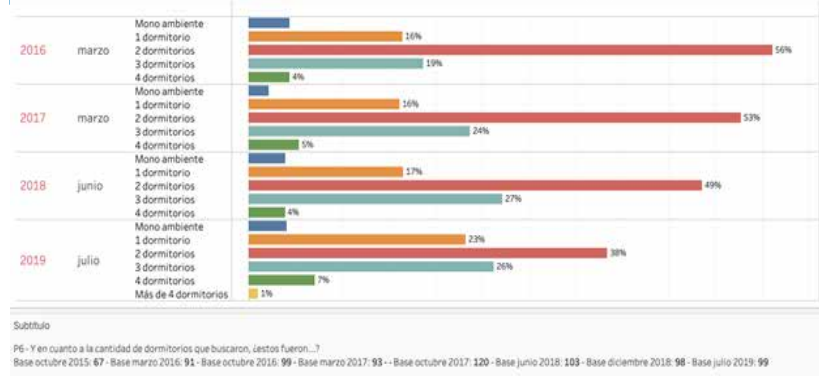
En nuestro país el **crecimiento de la población** ha sido prácticamente nulo en los últimos 50 años y no se espera que tenga mayores variaciones en los próximos, por lo que este factor no va a incidir en la demanda por viviendas.

No obstante, existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente sí 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, 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.

Por estos motivos, 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 también por el aumento de las unidades monoambiente.

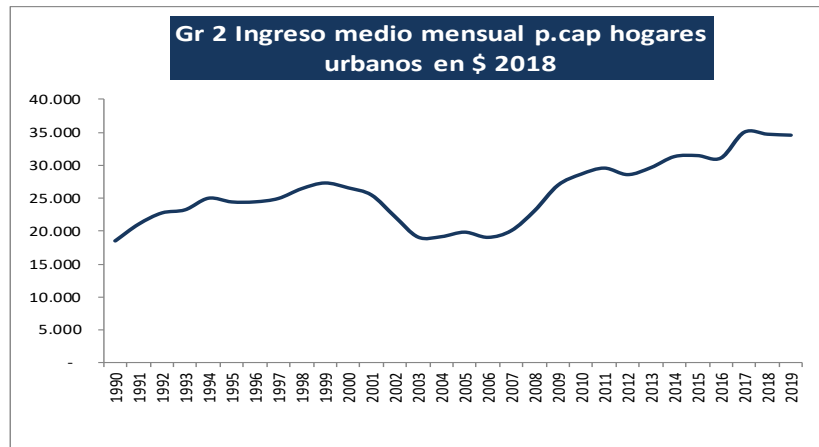
Para cuantificar la demanda por uso, se contrató los servicios de Research International Uruguay. La encuesta realizada por Research en julio de 2019 entre quienes estuvieron buscando vivienda, muestra que prácticamente un 61% de los entrevistados, prefieren unidades que cuenten con 1 o 2 dormitorios. Respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores determinantes a la hora de elección de una vivienda. Con respecto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda este situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo. En lo que refiere a barrios, se destacan el Centro y Cordón

Grafica 1. Cantidad de Dormitorios demandados (%)



Fuente: RESEARH, Encuesta Julio de 2019

El **ingreso de los hogares** ha venido creciendo en los últimos 15 años después de la caída producto de la crisis económica y financiera de 2002. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado. Sin embargo, para el 2019 se estaría confirmando un probable estancamiento en los ingresos reales de las familias, lo que sumado a un desempleo que en el mes de julio se ubica en un 9,1%. determina un cambio en las expectativas que seguramente contribuye al enfriamiento del sector.



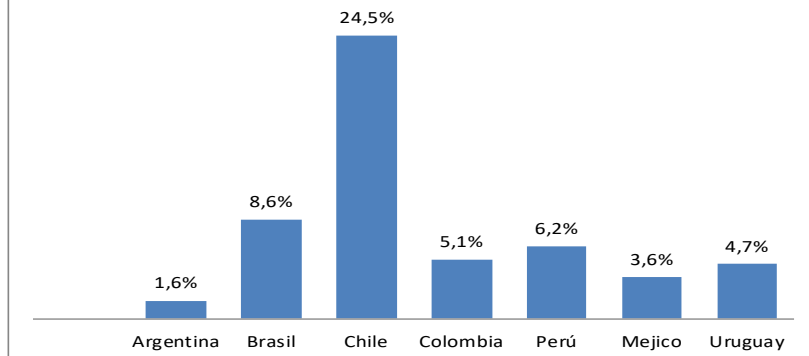
Fuente: Elaborado en base al INE.

Por su parte, la compleja situación regional actual, las dudas que se plantean en cuanto al futuro y la devaluación del peso uruguayo, estarían generando expectativas poco favorables para el mercado inmobiliario, al menos para el corto plazo y para la concreción de compraventas. Por su parte el Índice de Confianza del Consumidor (UCUDAL y Equipos Consultores) muestra una caída, lo que confirma esta percepción.

La demanda por compra de vivienda para consumo depende en gran medida del **acceso al crédito hipotecario**.

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. 3 Crédito inmov. para vivienda en relación al PIB Año 2018

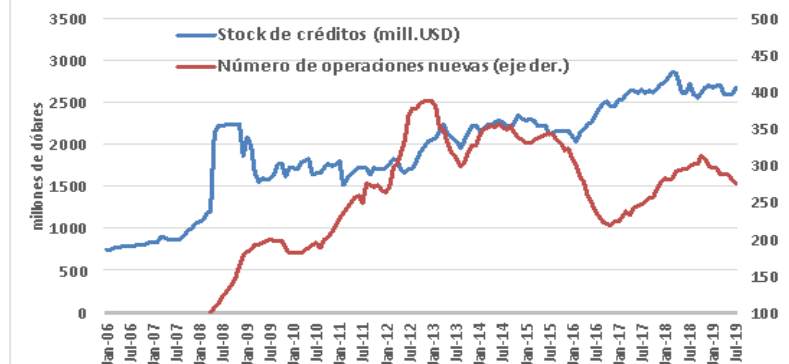


El coeficiente crédito hipotecario/PBI en el Uruguay es reducido en relación a la región. En la actualidad, considerando el promedio del saldo de colocaciones bancarias de la rama “crédito para familias para la adquisición de viviendas” con respecto al PBI del año 2018, el porcentaje es del 4,7%, el 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%.

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 el crédito al sector construcción se sitúa en los 300 millones de dólares (flujo). Estas variables, al estar nominadas mayoritariamente en UI, tienen oscilaciones producto de los cambios en el tipo de cambio, además de las endógenas.

A partir de 2017 comienzan a recuperarse el número de operaciones de crédito hipotecario, tendencia que se mantiene hasta fines de 2018. Durante 2019, como era de esperarse el número de operaciones muestran una clara tendencia decreciente, por su parte, el stock de deuda se mantiene estabilizado.

Gr 4.- Stock de crédito con destino a viviendas y número de

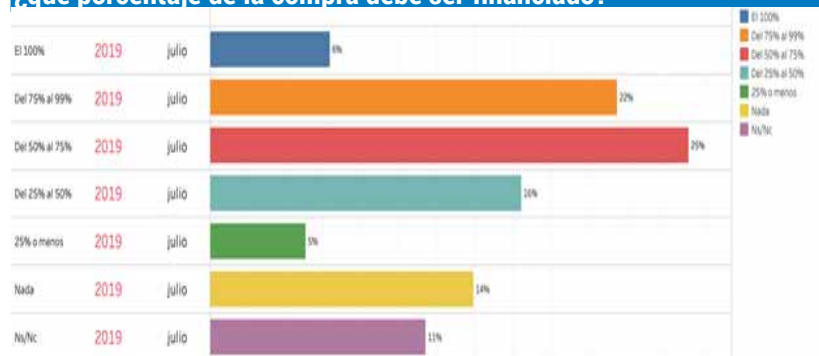


Fuente: En base a datos del BCU

El crecimiento del sector de vivienda necesitaría de un mercado financiero más profundo en lo que refiere a las dotaciones de crédito hipotecario. Esto se fundamenta mediante los datos de diferentes fuentes complementarias:

- Según Research International Uruguay (ver Gráfica 5), el 53% de las familias y personas demandan financiamiento por más de la mitad del valor de 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 (respecto a la década del noventa).

Gráfica 5. Necesidad de financiamiento para el acceso a la vivienda ¿qué porcentaje de la compra debe ser financiado?



924.2 - ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado? (RU)
 Base octubre 2015: 90 - Base marzo 2016: 67 - Base octubre 2016: 71 - Base marzo 2017: 79 - Base octubre 2017: 53 - Base junio 2018: 83 - Base diciembre 2018: 65 - Base julio 2019: 79

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 \$ 107.200 líquidos mensuales por núcleo familiar (ver Gráfica 6). Según datos del INE, este último monto es un 50% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano.

Gráfica 6.- Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito de vivienda



* Préstamo a 25 años en UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BHU. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m2. La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Ingresos a precios de junio de 2018.

Fuente: Research y Briq analytics

El crédito hipotecario de largo plazo se presenta en la actualidad como el cuello de botella del acceso a la vivienda. 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.

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 2017 las tasas de interés habían permanecido bajas (y hasta negativas en términos reales), luego empezaron a subir y en consecuencia los flujos de capital hacia los países emergentes comenzaron a reducirse. Actualmente la economía mundial está sintiendo las dificultades en terrenos geopolíticos. Un Brexit sin acuerdo, la guerra comercial primero y la latente guerra de divisas entre China, UE y USA conspiran contra los buenos resultados económicos globales. No obstante, la situación de los países emergentes en general, podría verse beneficiada de esta incertidumbre en los países desarrollados. En particular, el regreso de las tasas de interés bajas, podrían traer dinero barato para estas latitudes.

o Evolución de los precios

El precio del metro cuadrado de vivienda expresado en dólares para la venta de vivienda nueva ha disminuido levemente este último año (6% de caída según el informe de Bric Analytic). Sin embargo, dicho precio expresado en valores constantes se ha mantenido sin variaciones. La coyuntura actual encuentra un mercado de compraventa donde la oferta y la demanda están desencontrados. Los precios que esperan obtener los propietarios y los que están dispuestos a pagar los promitentes compradores están cada vez más separados.

El precio del metro cuadrado expresado en pesos constantes, refleja más la realidad del mercado inmobiliario que el expresado en dólares. Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más eficiente con la unidad indexada/unidad reajutable que con el valor del dólar. Esto se debe a que,

- (i) la vivienda es un bien No Transable y por lo tanto se determina por la demanda y oferta doméstica, no arbitrando con inmuebles de terceros países, y
- (ii) aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también 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 expresado en dólares reacciona más lentamente (a la baja) que el IPC o el

IMS (índices de ajustes de la UI y de la UR respectivamente). Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI o en UR 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.

o Mercado de los alquileres.

En la medida que no haya un cambio que abarate y masifique el crédito hipotecario, el alquiler continuará siendo la válvula de escape del mercado inmobiliario. A su vez, escenarios de suba del tipo de cambio, encarecen el acceso a la vivienda para el público que necesita de crédito bancario. Como puede apreciarse en la siguiente gráfica, el incremento del tipo de cambio evidenciado a mediados del 2018, encareció la compra de vivienda en relación al alquiler.

Gráfica 7. Precio de venta y alquiler. Montevideo



Fuente. Briq Analytics

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. Para el promedio del país la proporción de hogares inquilinos es del 17%, siendo el caso de Montevideo el departamento con un porcentaje más alto alcanzando a un 23%.

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.

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.

o 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.

o Aproximación al mercado de compraventas.

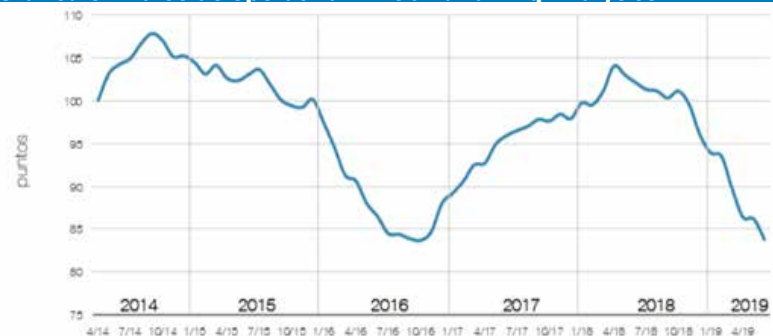
La información oficial del mercado de compraventas generalmente está dos años atrasada y no es útil para hacer un seguimiento de la coyuntura sectorial. Por este motivo es que se sigue la evolución de indicadores indirectos que permiten inferir el nivel de actividad del mercado inmobiliario. El índice de confianza del consumidor conjuntamente con el índice BRIQ de operativa inmobiliaria permiten conocer la coyuntura inmobiliaria casi a tiempo real. El índice BRIQ se construye conjugando la recaudación de ITP y el nivel de créditos hipotecarios bancarios (monto y cantidad de operaciones).

El ITP continúa registrando caídas desde el segundo semestre del 2018 tras la crisis financiera evidenciada en Argentina, que generó un marcado deterioro al clima de expectativas domésticas. Asimismo, si se compara la recaudación por concepto de este impuesto en el segundo trimestre de este año respecto al mismo período del año anterior, la misma experimentó una caída del 23% en pesos constantes.

El ITP registró una caída a partir del mes de mayo del 2018 tras la crisis financiera evidenciada en Argentina, que generó un marcado deterioro al clima de expectativas domésticas. No obstante lo anterior, el incremento de las operaciones de crédito suavizaron la caída del índice. El Índice de Confianza del Consumidor realizado por la UCUDAL y Equipos Consultores evidenció una caída, lo que deja en evidencia que el consumo no logra dinamizarse, como consecuencia de las acciones de los consumidores más pesimistas que realizaron ajustes a la baja en su predisposición a gastar.

Asimismo, el índice de operativa inmobiliaria evolucionó de forma idéntica que las anteriores variables.

Gráfica 8. Índice de operativa inmobiliaria Briq Analytics



Fuente: Briq Analytics

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.

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. La disponibilidad de créditos hipotecarios de largo plazo será la clave para dinamizar la demanda, que seguramente será mayor para 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.

El Decreto 329 del año 2016 agrega otro estímulo sectorial que aún no es posible inferir sus efectos sobre la oferta de vivienda en el país.

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 permitiría contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. *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 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 BB+ (uy)⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁸ BB+ (uy). Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. 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, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables 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 media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. El signo (+) indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado especulativo medio. Riesgo medio.**



Ing. Agr. Adrian Tambler