

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

Montevideo, marzo de 2019

| | |
|----|---|
| 4 | RESUMEN GENERAL |
| 6 | I INTRODUCCIÓN |
| 11 | II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION |
| 13 | III LA ADMINISTRACION, EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR |
| 19 | IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS |
| 25 | V EL ENTORNO |
| 37 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO |

ACTUALIZACION DE CALIFICACIÓN DE RIESGO C.P. FIDEICOMISO FINANCIERO “PENÍNSULA RENTALS”
19-marzo-2019

| | |
|--|--|
| 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 suscripción de los CPs | 27 de julio 2017 |
| Plazo: | 7 años |
| Administración y pago: | TMF Uruguay AFISA |
| Comité de Calificación: | Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán e Ing. Agr. Adrián Tamber. |
| Calificación de riesgo: | BBB. Uy |
| Vigencia de la calificación: | 30 de noviembre de 2019 ¹ |
| Manual utilizado: | Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros |

¹. La misma puede modificarse ante la aparición de hechos relevantes

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 sometieron en su momento al 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 ha demostrado capacidad de adaptarse a los requerimientos del mercado al modificar la Política de Inversión, para llevar adelante el proyecto.
- El proyecto planteó en el prospecto una tasa interna de retorno del 8,17% (para una emisión de 30 millones de dólares) que fuera sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios negativos.
- Las modificaciones realizadas a la Política de Inversión y que fueron aprobadas por la asamblea de beneficiarios el 3 de mayo de 2018 permitieron agilizar la concreción de proyectos concretos, ya que las nuevas condiciones de negociación resultan menos restrictivas y más favorables para el negocio.
- A la fecha de la elaboración de este informe se han cerrado acuerdos de inversión en ocho emprendimientos, que involucran la adquisición de un total de 402 viviendas y 154 garajes a un monto total de 345.220.439 Unidades Indexadas. De este modo, actualmente el Fideicomiso tiene comprometido el 78% del total de la emisión. En enero de 2019 se empezaron a recibir las primeras unidades y se comenzaron a concretar los primeros arrendamientos.

- Como se describe en profundidad en la Sección V, la demanda para la compra de viviendas (y cualquier otro bien duradero) se ha enlentecido en el 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. Asimismo los desarrolladores se enfrenten a una moderada demanda por compra de viviendas, lo que se constituye también en una oportunidad para este fideicomiso.
- La gestión del administrador es clave para aprovechar los ingresos previstos por concepto de alquileres así como por el ingreso de la venta posterior de los inmuebles (upside de precio). El upside de precio de las unidades provendrá de una eficiente negociación inicial con los desarrolladores.
- 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 algunas modificaciones con información contradictoria para los agentes.

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. 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 2019. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

- 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.
 - (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.
- 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; estos plazos podrán ser prorrogables por iniciativa del Administrador, siempre que cuente con el voto favorable de al menos un Titular y una mayoría superior al 75% de los Certificados de Participación en circulación.
- El 27 de julio del 2017, en la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA), se suscribieron Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Península Rentals por un total de 442.810.000 Unidades Indexadas (aproximadamente 57 millones de dólares en la fecha de emisión).
- Luego de la identificación de algunos factores definidos en la Política de Inversión (Capítulo 8 del Prospecto de Emisión) que limitaban el poder de negociación de PRU con los desarrolladores inmobiliarios, el administrador puso a consideración de los titulares de los CPs una propuesta de modificación de la Política de Inversión del Fideicomiso, con el fin de obtener mejores resultados para el negocio la cual fue aprobada por el BCU y luego por la Asamblea de Beneficiarios el 3 de mayo de 2018. Estas modificaciones buscaron potenciar la capacidad de negociación pero manteniendo mitigados los riesgos de construcción. Los principales cambios aprobados son:
 - Se mantiene la estrategia de compra de viviendas para lograr una participación significativa de unidades del Fideicomiso en cada proyecto con el fin de tener capacidad cierta en las decisiones de la copropiedad, a los efectos de proteger la valorización de las unidades adquiridas, pero ello necesita de flexibilizar los requerimientos de preventas y la modalidad de desembolsos a los efectos de no erosionar la rentabilidad de los desarrolladores.

- Solamente se podrán adquirir menos del 45% de las unidades del proyecto contando con la aprobación expresa del Comité de Vigilancia.
- Se acepta la posibilidad de realizar pagos extras al desarrollador durante la fase de construcción, pero en todos los casos el Fideicomiso evaluará el "trade-off" entre los beneficios de un menor precio en la adquisición de las unidades y la asunción del riesgo construcción. Aún en la situación que se acepte realizar adelantos al desarrollador durante la construcción se intentará reducir la exposición al riesgo construcción con una serie de medidas mitigantes que están previstas en la nueva política de inversión. Refieren básicamente a topes de integración y criterios para desembolsar (avances de obra, obtención de créditos bancarios, etc.).
- Por último, debe tenerse en cuenta que en el caso que la obra se paralice, Peninsula Investments Group tendría el conocimiento y experiencia para encontrar los caminos necesarios para su finalización, actuando en acuerdo con el banco financiador como socio institucional para la recuperación de la obra.
- Los cambios en la política de inversión del Fideicomiso lograron destrabar la ejecución del plan de negocios permitiendo en forma rápida avances importantes en 8 emprendimientos inmobiliarios.

Avances en el Plan de Inversiones

En el marco de los cambios en la Política de Inversión, el foco de las negociaciones está en emprendimientos que aún no comenzaron la obra, con excepción de un proyecto cuyas negociaciones se realizaron previo a los cambios y dos proyectos que tienen ya unidades terminadas.

En el cuadro siguiente, se muestra un resumen de los emprendimientos en marcha. CARE conoce los nombres, la ubicación y quiénes son desarrolladores pero entiende conveniente mantener la reserva hasta tanto se concreten.

| Cuadro 1.- Acuerdos de inversión cerrados a febrero 2019 | | | | | | |
|--|----------------|---------------------|----------------------|---------------------|-----------------------|---------------|
| Proyecto | Barrio | Estatus | Cantidad de unidades | Cantidad de garajes | Monto de la inversión | % Emisión |
| Met Parc | La Blanqueada | Compraventa | 59 | 22 | 54.221.045 | 12,20% |
| Proyecto II | Tres Cruces | Prox. Compraventa | 16 | 16 | 16.094.937 | 3,60% |
| Proyecto III | Brazo Oriental | Prox. Compraventa | 14 | 13 | 12.716.114 | 2,90% |
| Proyecto IV | Bellavista | B. Reserva firmado | 51 | 29 | 45.555.946 | 10,30% |
| Proyecto V | La Blanqueada | Próx. B. Reserva | 77 | 44 | 66.901.502 | 15,10% |
| Proyecto VI | Barrio Sur | Pre-Acuerdo de Inv. | 77 | - | 46.979.724 | 10,60% |
| Proyecto VII | Lagomar Sur | Pre-Acuerdo de Inv. | 47 | - | 48.513.480 | 11,00% |
| Proyecto VIII | Barrio Sur | Pre-Acuerdo de Inv. | 61 | 30 | 54.237.691 | 12,20% |
| TOTAL | | | 402 | 154 | 345.220.439 | 78,00% |

Fuente: El Administrador

El 28 de diciembre de 2017 se firmó primer Pre-Acuerdo de Inversión y Boleto de Reserva por la compra de 59 viviendas y 22 cocheras de un total de 127 viviendas y 50 cocheras, en el Proyecto Met Parc. Este fue el primer acuerdo y se realizó previo al cambio en la política de inversión.

El pasado 24 de enero se firmó la escritura de compraventa por 16 unidades del Bloque C y por 4 cocheras. De este modo, el Fideicomiso recibió las primeras unidades, iniciando la etapa de arrendamiento. La entrega de las unidades del Bloque B está prevista para el próximo mes (junto con 3 cocheras), mientras que la entrega de las unidades del Bloque A se estima para el mes de agosto, según el cronograma acordado.

Para el caso de los proyectos II y III, cuyas unidades ya están terminadas, se prevé firmar la escritura de compraventa y recibir las unidades próximamente (30 unidades y 29 garajes en total).

El resto de los proyectos están recién iniciados o por empezar. En todos los casos implican la adquisición de porcentajes muy importantes del inmueble, asegurando muy buenos precios de compra y el control de la copropiedad. CARE cuenta con los detalles de estos proyectos, ubicación, desarrollador, constructor, forma de pago, etc.

Dos de estos proyectos refieren a la adquisición de unidades desarrolladas por Altius Group, motivo por el cual se deben cumplir con una serie de requisitos específicos establecidos en el contrato de fideicomiso para este tipo de adquisiciones. La restricción para la adquisición de unidades en los proyectos desarrollados por Altius Group están enmarcadas en la Cláusula 3.9.1 (Condiciones de contratación con Altius Group). El Administrador se obliga a informar al Comité de Vigilancia que la propuesta de compra se cumple con las restricciones establecidas y en el caso de que no se cumpla de deberá contar con la autorización expresa del Comité de Vigilancia (cláusula 3.6.3). Asimismo, cualquier aprobación de Proyectos que impliquen la contratación con Altius Group deberá contar con la aprobación expresa del Comité de Vigilancia (cláusula 3.6.3) quien manifestará su aprobación o no aprobación de la propuesta de Pre-Acuerdo que el Administrador haya presentado como resultado de la negociación.

Care ha verificado con el Comité de Vigilancia, con el Administrador y con la Fiduciaria que se viene cumpliendo con lo establecido en el contrato de fideicomiso en lo que se refiere a las negociaciones con Altius Group, dando cumplimiento las cláusulas 3.6.3., 3.9.1. y 3.9.2.

En resumen, a la fecha se han cerrado acuerdos de inversión en ocho emprendimientos, que involucran la adquisición de un total de 402 viviendas y 154 garajes a un monto total de 345.220.439 Unidades Indexadas. De este modo, actualmente el Fideicomiso tiene comprometido el 78% del total de la emisión.

Aparte de estos proyectos presentados, existen actualmente con diverso grado de avance en negociaciones otros proyectos que se conocen a partir del pipeline presentado por el administrador.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe de Península Rentals Uruguay a octubre de 2018 y febrero de 2019
- Entrevistas con el Comité de Vigilancia.
- Estados Financiero intermedios del Fiduciario al 30/09/2018
- Estados Financieros del Fideicomiso al 31/12/18²

². CARE aún debe recibir la información definitiva.

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

emitirse: 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: Se emitieron UI 442.810.000, equivalentes a 57 millones de dólares (en la fecha de emisión).

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 30 de setiembre de 2018, TMF Uruguay AFISA presenta estados contables intermedios con informe de compilación. 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 2: Estado de Situación (en miles de \$)

| Concepto | 30/09/2018 | 31/12/2017 | 31/12/2016 |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Activo | 50.316 | 43.151 | 26.024 |
| Activo Corriente | 3.486 | 1.752 | 2.367 |
| Activo no Corriente | 46.830 | 41.399 | 23.657 |
| Pasivo | 36.780 | 33.069 | 16.706 |
| Pasivo Corriente | 36.780 | 33.069 | 16.706 |
| Pasivo no Corriente | - | - | - |
| Patrimonio | 13.536 | 10.082 | 9.318 |
| Pasivo y Patrimonio | 50.316 | 43.151 | 26.024 |
| Razón Corriente | 0,09 | 0,05 | 0,14 |

Fuente: EE.CC TMF

Cuadro 3: Estado de Resultados (en miles de \$)

| Concepto | 30/09/2018 | 30/09/2017 | 31/12/2017 |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Comisiones ganadas | 7.931 | 4.061 | 6.712 |
| Costo Servicios Prestados | (825) | (510) | (820) |
| Resultado Bruto | 7.106 | 3.551 | 5.892 |
| Gastos Administración y Vtas. | (3.550) | (2.721) | (3.968) |
| Resultado Operativo | 3.556 | 829 | 1.924 |
| Resultado Financiero | 58 | (123) | (792) |
| IRAE | (161) | (86) | (368) |
| Resultado del Periodo | 3.454 | 619 | 763 |

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.

Al 30/9/18, TMF Uruguay AFISA administraba cuatro fideicomisos financieros de oferta pública, incluyendo éste, operando en sectores diversos (forestal, agropecuario e inmobiliario) así como tres fideicomisos de administración o garantía. Posteriormente suma un nuevo fideicomiso financiero en el área agropecuaria.

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 (Pennsylvania, USA).

Desde su fundación Península organizó distintos fondos de inversión que operan en varios países de Latinoamérica administrando un portafolio de más de u\$s 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, Nostrum 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 integran 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 comprometió a suscribir CP’s por valor de u\$s 1.500.000 (en UI) y mantenerlos mientras dure la vigencia del fideicomiso. El 28/7/17, en ocasión de la suscripción de CP’s, Península lo hizo 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; así como la necesidad de evitar eventuales conflictos de intereses, todo lo cual se viene cumpliendo hasta la fecha.

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

Asimismo, hay un **Comité de Vigilancia** conformado por una persona física elegida por los Titulares (**Asamblea de Titulares**) que representa la mayoría absoluta de los CPs emitidos y en circulación con derecho a voto. Lo antedicho se mantiene incambiado por lo que 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 con UI 3.113.005, marcando el punto de partida del denominado Periodo de Inversión que, se recuerda, es de dos años a partir de la primera integración, es decir, finaliza el 4/8/19. De esta forma, también queda establecido el periodo denominado Gestión Activa del Portafolio, 3 años una vez finalizado el Periodo de Inversión, o sea, desde el 5/8/19 al 5/8/22.

En el cuadro siguiente se informa el detalle de las integraciones recibidas hasta la fecha de redactar este informe.

Cuadro 4: Integraciones realizadas (miles UI)

| Fecha | monto |
|--------------|---------------|
| 04/08/2017 | 3.113 |
| 10/10/2017 | 1.982 |
| 09/02/2018 | 8.839 |
| 02/07/2018 | 6.500 |
| 07/08/2018 | 6.220 |
| 12/09/2018 | 5.760 |
| 07/11/2018 | 1.220 |
| 27/12/2018 | 2.800 |
| 03/01/2019 | 38.890 |
| Total | 75.324 |

Fuente: EE.CC fideicomiso y BCU

El saldo restante de los certificados de participación suscriptos se encuentra sujetos a integración bajo la modalidad de "Capital Calls". No se cuenta con un calendario estableciendo las próximas integraciones dado que las mismas tendrán lugar a partir de la necesidad de fondos que surja de la concreción de los diferentes negocios, los que, según se informa en otra sección, se vienen desarrollando a buen ritmo.

A continuación se informa resumidamente los estados de situación y resultados del Fideicomiso al cierre de diciembre de 2018.

| Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (en miles de \$) | | |
|---|-------------------|-------------------|
| Concepto | 31/12/2018 | 31/12/2017 |
| Activo | 91.744 | 3.349 |
| Activo Corriente | 2.039 | 3.349 |
| Activo no Corriente | 89.705 | - |
| Pasivo | 7.483 | 5.874 |
| Pasivo Corriente | 7.483 | 5.874 |
| Pasivo no Corriente | - | - |
| Patrimonio | 84.261 | (2.526) |
| Pasivo y Patrimonio | 91.744 | 3.349 |
| Razón Corriente | 0,27 | 0,57 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

Como es obvio, la última integración (la más importante de todas) que figura en el Cuadro 4 no se registró en el cuadro precedente por haberse verificado en fecha posterior al cierre.

Como se informara en la sección correspondiente, en el periodo que media desde la anterior actualización, se verifican numerosos negocios en distinto grado de avance (pre acuerdo; boleto de reserva, compra venta, etc.) todos ellos cuentan con aprobación del Comité de Vigilancia o de la Asamblea de Titulares en un caso; en conjunto, de concretarse, comprometen una cifra del orden de las UI 345 millones. Por la etapa de negociación en que se encuentran o por las fechas en que se han cerrado alguno de los negocios mencionados, muy poco de ello se ha registrado en los EE.CC informados.

| Cuadro 6: Estado de Resultados del Fideicomiso (en miles de \$) | | |
|--|-------------------|-------------------|
| Concepto | 31/12/2018 | 31/12/2017 |
| Ingresos Operativos | 0 | 0 |
| Gastos de Administración | (34.558) | (13.575) |
| Resultados Operativos | (34.558) | (13.575) |
| Resultados Financieros | (443) | (161) |
| Resultados antes de IRAE | (35.002) | (13.736) |
| IRAE | - | - |
| Resultado del Periodo | (35.002) | (13.736) |

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

Los resultados del cuadro precedente son consistentes con la actividad registrada por el Fideicomiso desde su creación, es decir, transcurre la etapa de inversión sin que se hayan registrado, todavía, ingresos operativos.

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.

A la fecha (febrero de 2019), se ha firmado solamente un contrato de compraventa, el resto de los emprendimientos están en diferente grado de desarrollo, algunos ya próximos a firmar la compraventa y otros a nivel de preacuerdo de inversión, por lo que aún no hay ingresos ni información que ameriten realizar un nuevo flujo financiero general. Si existen flujos para algunos de los proyectos individuales en los que se ha avanzado, los cuáles de se presentaron en la anterior actualización y se repiten en esta oportunidad, ya que tampoco existen elementos para ajustar esas estimaciones .

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 en Unidades Indexadas, (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).

Cuadro 7. Flujo de Fondos en dólares del Proyecto (dólares) para un escenario de emisión de 30 millones de dólares.

| Años | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
|----------------------|------------|------------|-------------|-------------|-----------|------------|------------|
| Inversiones | -1.515,62 | -2.353,18 | -13.584.385 | -12.546.821 | - | - | - |
| Amortización capital | - | - | - | - | - | 16.025.617 | 13.974.383 |
| Rend. y valorización | - | - | - | 620.588 | 1.002.012 | 2.989.543 | 3.885.957 |
| Flujo de Fondos | -1.515.615 | -2.353.179 | -13.584.385 | -11.926.233 | 1.002.012 | 19.015.161 | 17.860.339 |

TIR 8,17%
VAN (5,5%) 2.088.671
Fuente: El Prospecto

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 ha sido 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%, uno 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%, uno 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%, una mediana de 6,92% y un máximo de 8,33%.

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 cap rate 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.

3. Rentabilidad estimada de los proyectos avanzados. Tasa Interna de Retorno y sensibilizaciones.

En la medida que se van comenzado a cerrar algunos proyectos, empieza a generarse información más real a los efectos de ir contrastando las proyecciones realizadas. Por el momento solamente se obtiene información más ajustada respecto a los descuentos que se obtienen en las compras de unidades, quedando como incógnita cuál será el cap rate que se obtenga de los alquileres y cual será la valoración de los inmuebles.

Proyecto I.

El Administrador informa que en base a las características de la adquisición (precios y modalidad de pago), a los precios actuales del mercado en la zona, asumiendo una apreciación del inmueble del 2,5% anual en UI y la fecha de venta en el año 2026, se estima que la inversión este proyecto arroje una TIR de 11,7%. Estos supuestos parecen razonables a juicio de CARE, siempre que se logren alquilar y vender sin mayores demoras.

Esta Tasa interna de retorno no considera los gastos generales del fideicomiso.

Proyecto V.

Según informa el Administrador, en base a las características de la adquisición (precios y modalidad de pago), a los precios actuales del mercado en la zona, asumiendo una apreciación del inmueble del 2,5% anual en UI, una ocupación promedio del 94% y la fecha de venta en el año 2026, se estima que la inversión en este proyecto arroje una TIR del 13,3%. Estos supuestos parecen razonables a juicio de CARE, siempre que se logren alquilar y vender sin mayores demoras. La TIR no considera los costos generales del proyecto.

La siguiente tabla de sensibilidad muestra cómo cambiaría la TIR ante distintos supuestos de cap rate y tasa de apreciación del inmueble. Puede observarse que en el peor escenario la TIR apenas se encuentra por debajo del 12%.

| Cuadro 8.- Proyecto V. Tabla de sensibilidad de TIR ante variaciones en CapRate y Tasa de Apreciación | | | | | | | |
|--|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Cap Rate | | | | | | |
| | 13,30% | 5,00% | 5,50% | 6,00% | 6,50% | 7,00% | 7,50% |
| Apreciación | 1,50% | 11,80% | 12,20% | 12,60% | 13,00% | 13,40% | 13,80% |
| Apreciación | 2,00% | 12,50% | 12,90% | 13,30% | 13,70% | 14,10% | 14,50% |
| Apreciación | 2,50% | 13,10% | 13,60% | 14,00% | 14,40% | 14,80% | 15,20% |
| Apreciación | 3,00% | 13,80% | 14,20% | 14,70% | 15,10% | 15,50% | 15,90% |
| Apreciación | 3,50% | 14,50% | 14,90% | 15,40% | 15,80% | 16,20% | 16,60% |

Fuente: El Administrador

Proyecto IV.

Según informa el Administrador, en base a las características de la adquisición (precios y modalidad de pago), a los precios actuales del mercado en la zona, asumiendo una apreciación del inmueble del 2,5% anual en UI, una ocupación promedio del 94% y la fecha de venta en el año 2026, se estima que la inversión en este proyecto arroje una TIR del 12,7%. Estos supuestos parecen razonables a juicio de CARE, siempre que se logren alquilar y vender sin mayores demoras.

La siguiente tabla de sensibilidad muestra cómo cambiaría la TIR ante distintos supuestos de Cap Rate y Tasa de Apreciación. Puede observarse que solamente en el escenario más adverso la TIR es inferior al 11%.

| Cuadro 9.- Proyecto IV. Tabla de sensibilidad de TIR ante variaciones en Cap Rate y Tasa de Apreciación | | | | | | | |
|--|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Cap Rate | | | | | | |
| | 12,70% | 5,00% | 5,50% | 6,00% | 6,50% | 7,00% | 7,50% |
| Apreciación | 1,50% | 10,90% | 11,30% | 11,80% | 12,20% | 12,60% | 13,00% |
| Apreciación | 2,00% | 11,60% | 12,10% | 12,50% | 12,90% | 13,30% | 13,70% |
| Apreciación | 2,50% | 12,30% | 12,80% | 13,20% | 13,60% | 14,00% | 14,40% |
| Apreciación | 3,00% | 13,00% | 13,50% | 13,90% | 14,30% | 14,70% | 15,20% |
| Apreciación | 3,50% | 13,80% | 14,20% | 14,60% | 15,00% | 15,50% | 15,90% |

Fuente: El Administrador

Los resultados preliminares de estos proyectos indican que los supuestos considerados en el Prospecto original podrían ser viables con lo que estarían acotados los riesgos para la generación de flujos.

4. 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).

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 2,66%. 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 muchos analistas estiman que el incremento de las tasas de la FED ya se estaría atenuando. En consecuencia, en el corto plazo no se deberían 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 162 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.

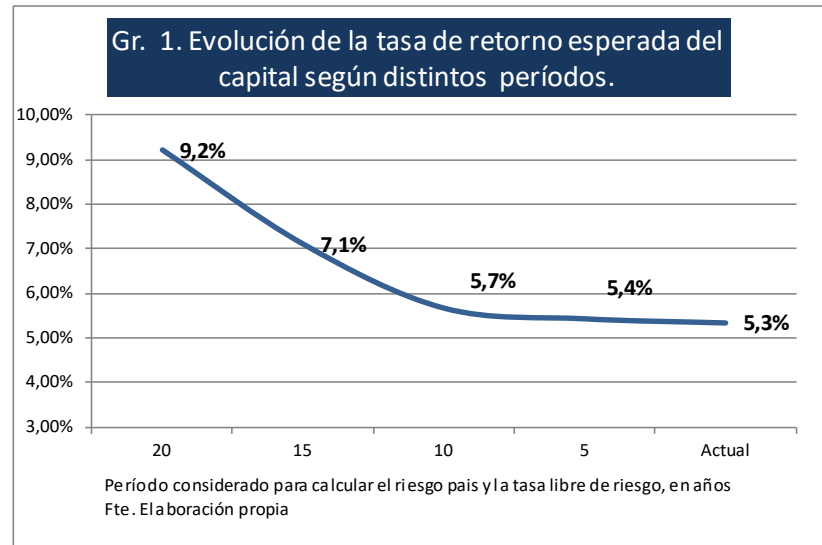
En esta ocasión y a la luz de los valores referidos, se calculó la tasa de retorno esperada del capital para este tipo actividad la cual se ubicaría en 5,35%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del proyecto 8.13%, lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. 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.

³. Weighted Average Cost of Capital

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

El costo de oportunidad del capital propio ha aumentado en el pasado reciente como consecuencia del incremento en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo), no obstante aún está por debajo de los valores medios anteriores para períodos más largos y parecería estar estabilizándose. En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años. Puede verse claramente que si bien el costo de oportunidad ha aumentado recientemente, aún se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.



Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

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 de los compromisos de adquisición, 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.

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 diciembre de 2018 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 febrero de 2019 del Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) realizado por el E. Mayid Sader 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 – 2017) donde se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado con volatilidad. El 2017 fue un año bisagra donde 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, dado que el mercado de inversiones inmobiliarias en Uruguay presenta una alta dependencia frente a la evolución económica argentina.

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

La 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. En los últimos años, la ANV ha promovido proyectos por aproximadamente 17.000 viviendas, de las cuales alrededor de 9.000 han culminado las obras. Esto indica que la medida de política pública fue acertada y otorgó estímulos en un segmento del mercado que lo demandaba.

En síntesis, la nueva oferta inmobiliaria, generada entre el 2003 - 2018 se ha gestado sin intervenciones distorsivas desde el sector público y se ha concentrado en las zonas donde habitan los hogares con mayores ingresos. Se construyen tipologías más reducidas en términos de metros cuadrados y de habitaciones por vivienda en relación con el stock existente, que es lo que prefiere la demanda. 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.

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 su posible evolución.

- 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.

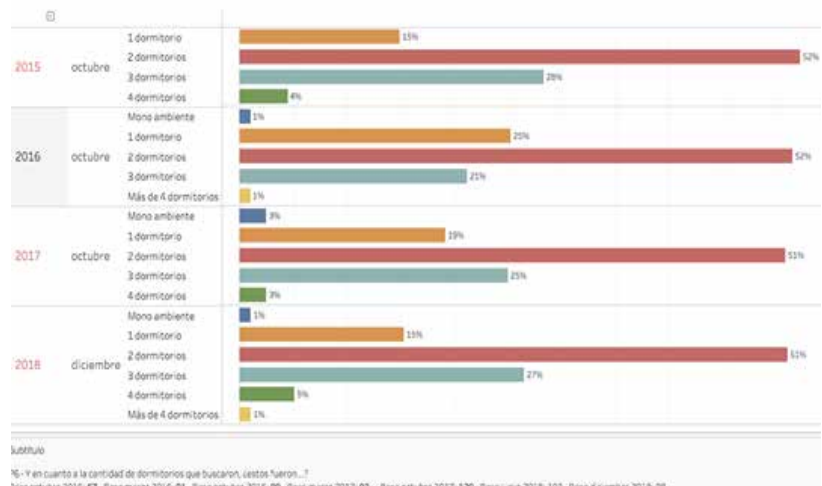
No obstante, existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente si tendrán incidencia positiva en la demanda por vivienda. El avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios 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. La encuesta realizada por Research en el segundo semestre de 2018 entre quienes estuvieron buscando vivienda, muestra que el 67% lo hizo para comprar o alquilar inmuebles de dos o menos dormitorios. La reducción en el tamaño de las nuevas viviendas en construcción se verifica año tras año, al igual que el número de dormitorios por unidad de vivienda.

Grafica 2. Cantidad de Dormitorios demandados (%)

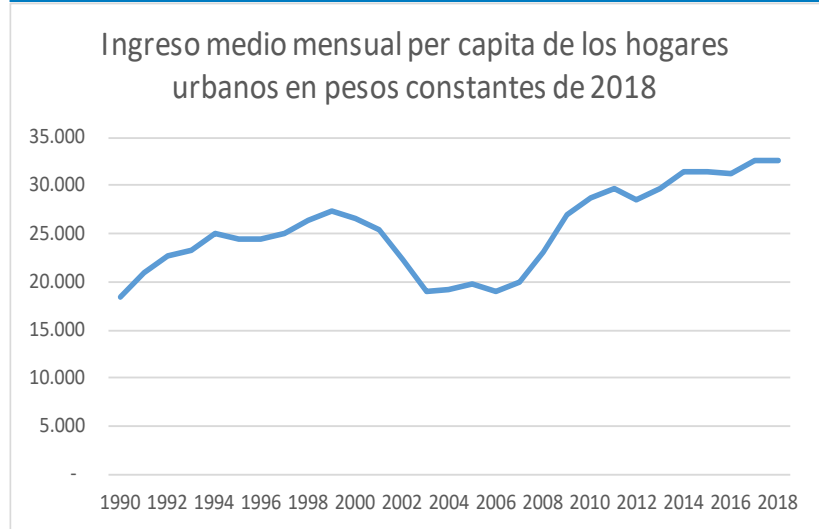
Cantidad de dormitorios buscados



Fuente: RESEARH, Encuesta Diciembre de 2018

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, las expectativas de mediano plazo son de un probable estancamiento en los ingresos reales de las familias, lo que sumado a un desempleo que en el mes de diciembre se ubica en un 8,42%, determina un cambio en las expectativas que seguramente contribuye al enfriamiento del sector.

Grafica 3



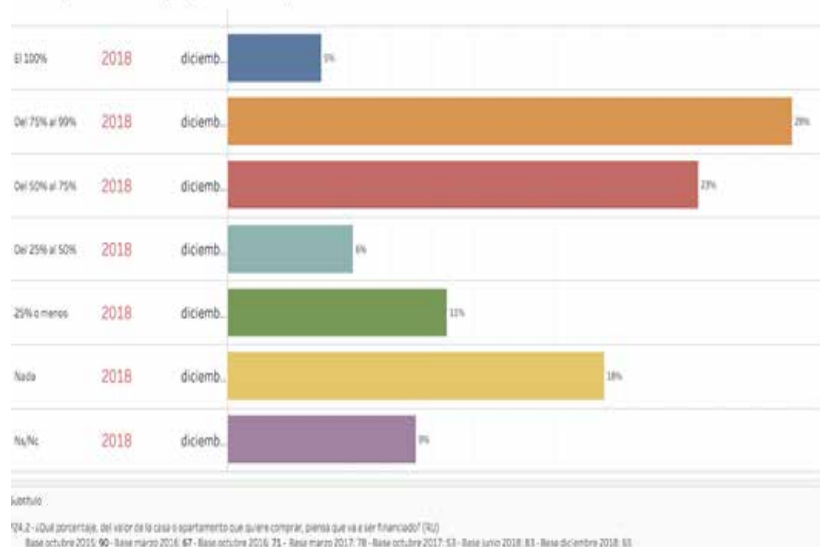
Fuente: Elaborado en base al INE.

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.

La demanda por compra de vivienda para consumo depende en gran medida del **acceso al crédito hipotecario**. Esto se fundamenta en el hecho de que el 56% de las familias y personas demandan financiamiento por más de la mitad del valor de la vivienda, según la encuesta realizada por Research International (diciembre 2018) a solicitud de CARE.

Gráfica 4. Necesidad de financiamiento

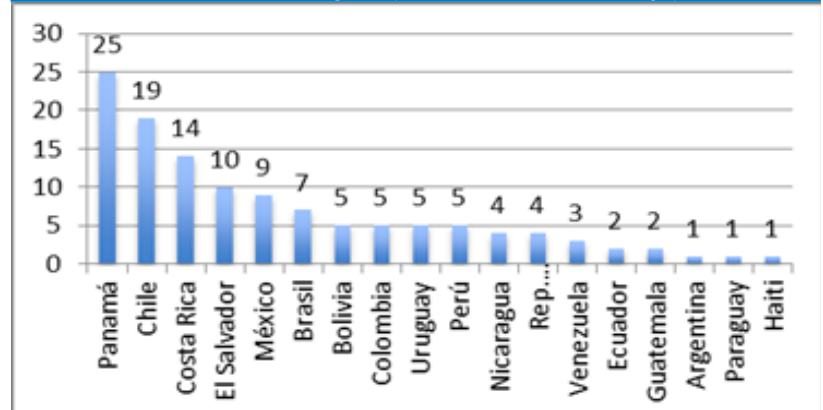
Qué porcentaje piensa que será financiado



Fuente: Research Internacional, Diciembre de 2018

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.

Grafica 5.- Crédito inmobiliario con destino a la vivienda en relación al PBI en la región (año 2012 en porcentaje).



Fuente: Informe Sectorial CARE.

El coeficiente crédito hipotecario/PBI en el Uruguay es reducido en relación a la región. En la actualidad, considerando el promedio del saldo de colocaciones bancarias de la rama “crédito para familias para la adquisición de viviendas” con respecto al PBI del año 2018, el porcentaje es del 4,4%, el que se considera exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%.

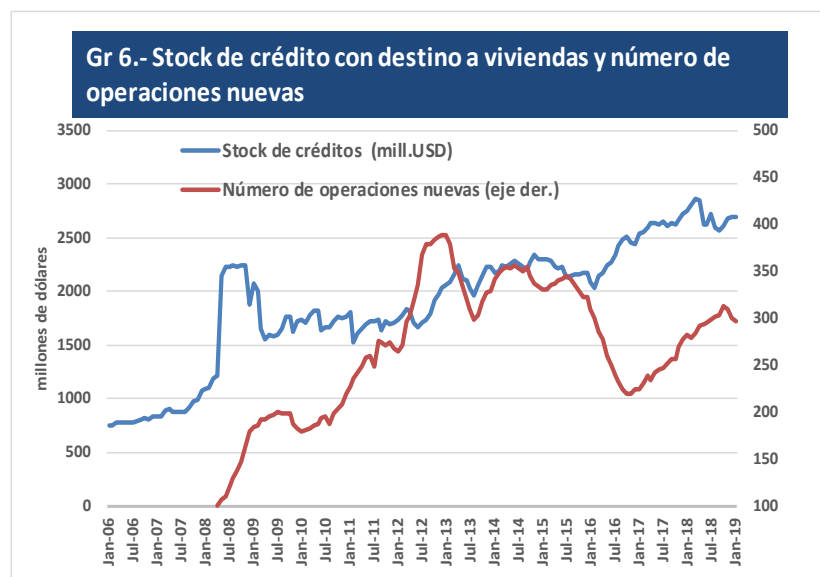
A partir del 2008, el crédito hipotecario bancario ha aumentado, en general nominado en UI (unidades indexadas al índice de precios al consumo) y con tasa de interés en el entorno del 6 al 8 por ciento. Según información del Banco Central del Uruguay (BCU), actualmente el crédito hipotecario a las familias (stock) se ubica en el entorno de los 2.700 millones de dólares y el crédito al sector construcción se sitúa en los 300 millones de dólares. Estas variables, al estar nominadas mayoritariamente en UI, tienen oscilaciones producto de los cambios en el tipo de cambio, además de las endógenas.

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

El crédito hipotecario de largo plazo se presenta en la actualidad como el cuello de botella del acceso a la vivienda. Según el INE y el BHU, entre 1988

y 2002 dicho Banco financió en promedio, la construcción de 4.452 viviendas por año y realizaba 2.807 créditos de largo plazo para la compra de vivienda (promedio anual). En la actualidad, únicamente financia los créditos de largo plazo, no interviniendo en el crédito a la construcción de viviendas. En base a las citadas fuentes y asumiendo un promedio de operación de crédito por 100 mil dólares, existiría un déficit de crédito bancario a la vivienda (en términos históricos) de aproximadamente 280 millones de dólares por año.

A partir de 2017 comienzan a recuperarse el número de operaciones de crédito hipotecario, tendencia que parece comenzar a revertirse a partir de octubre de 2018. La financiación bancaria doméstica, que en otros países es vital en la formación de la demanda inmobiliaria, en Uruguay fue sumamente reducida en este último ciclo de expansión sectorial, evidenciando valores sensiblemente inferiores a los observados en la década del noventa.



Fuente: En base a datos del BCU

Entre las restricciones más importantes a la hora de acceder a una línea de crédito, se destacan: el poseer algún ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$ 101.800 líquidos mensuales por núcleo familiar. Según datos del INE, este último monto es un 42% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano.



* Préstamo a 25 años en UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BGE asociado a préstamos del BFIJ. La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Ingresos a precios de junio de 2018.

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 comienzan a reducirse. Actualmente hay indicios de que las tasas de interés internacionales atenuarían su crecimiento y en consecuencia podría revertirse la situación. Según los resultados de la encuesta de Research, un 3% de los entrevistados buscó vivienda por motivo inversión en el segundo semestre de 2018 y el 9% buscará en el corto plazo. Estos porcentajes no difieren mayormente del resultado de anteriores encuestas.

o Evolución de los precios

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.

Gráfica 8. Precios históricos del metro cuadrado (escriturado).



Fuente: Bric Analytics

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.

Actualmente el alquiler aparece como el gran protagonista del mercado inmobiliario. Es el que descomprime la disociación de precio existente entre lo que quiere y puede pagar el público demandante de vivienda y el precio que quiere recibir el público que quiere vender su propiedad. Así lo demuestra la evolución de la encuesta de Research International: son cada vez más personas las que han conseguido alquilar, mientras que las que han logrado comprar se mantienen en los mismos valores año tras año. En 2015 de cada 100 personas que buscaban, 10 compraron y 18 alquilaron, mientras que en la última encuesta de 2018 de cada 100 que buscaron, 13 compraron y 34 terminaron alquilando.

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 9. Precio de venta v 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. En los últimos 30 años se ha evidenciado un crecimiento de los asentamientos informales a nivel nacional y en particular en la capital del país.

Viviendas ocupadas por sus propietarios (%)

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

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

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.

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.

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.

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 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 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. Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor realizado por la UCUDAL y Equipos Consultores evidenció una caída a mediados de año y un cambio de tendencia a partir del último trimestre del 2018. Asimismo, el índice de operativa inmobiliaria evolucionó de forma idéntica que las anteriores variables.

Gráfica 10. Índice de operativa inmobiliaria Briq Analytics



Fuente: Briq Analytics

o 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. 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.

Cabría esperar entonces un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, ya que los compradores se mostrarían cautelosos de asumir compromisos de largo plazo, ya que las principales señales respecto de las expectativas son inciertas 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. A su vez la demanda de crédito para el largo plazo, también se irá incrementando y habrá seguramente mayor demanda por aquellos inmuebles que se ofrecen en Unidades Indexadas, ya que éstos no habrán tenido aumentos como consecuencia del aumento del dólar en el 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 eficiente e incentivos que atienden la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

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

Los resultados de la Ley fueron positivos y destinaron inversión en diversas zonas geográficas donde pocos operadores privados hubiesen invertido capital. No obstante lo anterior, algunas modificaciones en la reglamentación e instrumentación de la Ley realizadas en estos últimos 2 años, han generado un clima de cierta desconfianza en el sector privado enlenteciendo en parte el ritmo de presentación y ejecución de nuevos proyectos amparados por el régimen de política pública. En particular, las modificaciones en los Artículos 10 y 12 del Decreto 34/2017 del 6 de Febrero con fijaciones administrativas de precios tope de alquiler, atentan contra el clima de inversión sectorial. Estos efectos seguramente impactarán negativamente en proyectos nuevos en el segmento de mercado de la vivienda de interés social.

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

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada revalorización se encuentra acotado, ya que más allá de circunstancias coyunturales existe una demanda real y en expansión por inmuebles ya sea para la compra como para alquilar. Por otra parte, la extensión de los plazos permitirían contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. Entretanto, la opción de alquiler en la actual coyuntura resulta en una alternativa favorable. *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 en lo que refiere a las políticas públicas, que pueden afectar el mercado de inversión y/o el de los alquileres, como por ejemplo la regulación de los arrendamientos de inmuebles o la reducción de los incentivos a la inversión. 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 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 BBB (uy)⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Por Comité de Calificación



Ing. Julio Prieve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tambler

⁷. 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.**