

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

Montevideo, abril de 2019

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

**Actualización de la Calificación de la Emisión de Oferta Pública.
12-abril- 2019**

Certificados de Participación tipo A	UI 404.317.164
Certificados de Participación tipo B	UI 14.410.483
Denominación:	Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro
Fiduciario:	TRUST Afisa
Vigencia:	30 de noviembre de 2019
Calificación de Riesgo certificados A y B:	BBB + (uy)
Análisis de contingencias jurídicas:	Olivera Abogados
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Torres Nuevocentro" manteniendo la calificación BBB + uy.

Esta actualización analiza el riesgo de los beneficiarios de alcanzar una adecuada rentabilidad a partir de la construcción y posterior comercialización de 437 apartamentos y 219 garajes que se construyeron en dos torres denominadas Torres Nuevocentro (TNC) ubicadas en Bulevar Artigas y Luis Alberto de Herrera. Una vez construidas las torres el Fideicomiso incurrió en otros emprendimientos en la zona comprando terrenos para aumentar la oferta de garajes.

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

- Un negocio que desde el punto de vista jurídico ofrece todas las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico continúa ofreciendo adecuadas perspectivas de lograr el propósito del mismo. Actualmente se considera un amplio menú de opciones para mejorar transitoriamente la demanda: venta con financiación propia, alquiler y el alquiler con opción de compra. Se puede esperar razonablemente que este conjunto de opciones permitan colocar en un plazo relativamente breve la totalidad de las unidades construidas, evitando de esta forma que se siga deteriorando la TIR del proyecto.
- Un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable a juicio de CARE, tal como fuera analizado por la Calificadora en el momento de la emisión y posteriormente para las siguientes modificaciones del modelo de negocios, la última de las cuales se analizó en la actualización de marzo 2018. La rentabilidad esperada, una vez realizados algunos ajustes en la anterior calificación, vuelve a bajar levemente, pero mantiene valores positivos, que podrían mejorar si en el mediano plazo aumentaran algunos activos del Fideicomiso y se logran colocar la totalidad de los inmuebles, tal como se espera razonablemente.
- Al 31 de diciembre de 2018 se encontraban comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva y alquiladas con opción a compra) aproximadamente el 65% de los apartamentos y el 33% de los garajes. Considerando también los demás alquileres, los porcentajes se elevan al 70% para el caso de los apartamentos y al 80% en los garajes. Según informó el Comité de Vigilancia en base a los registros de los comercializadores, a los cuales tuvo acceso CARE, esos porcentajes aumentan considerablemente incluyendo las unidades reservadas y que están en trámite de concreción (constitución de las garantías, elaboración de los contratos, etc.)

- Se destaca la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios.
- Como forma de aprovechar el creciente incremento del precio de la tierra originada por las propias torres en su zona de influencia, el fideicomiso adquirió dos terrenos para la construcción de más garajes y en uno de ellos ya se ha comenzado a construir; asimismo tiene posibilidad de participar en otro emprendimiento, también para la construcción de garajes, debajo de la Plaza de las Esculturas, proyecto que no ha mostrado mayores avances hasta el momento.
- 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 y en lo que va del 2019 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. Para este fideicomiso en particular las posibilidades de arrendamiento con opción a compra y la financiación propia logran resolver al menos una parte de las dificultades del mercado. La estrategia de comercialización, basada en la posibilidad de alquilar con opción a compra permite cubrir el público objetivo de buen nivel de ingreso pero que no dispone de ahorros para el pago inicial, o no quiere asumir compromisos de largo plazo ante un escenario poco claro en lo económico. De esta forma, las viviendas están aptas para todos los públicos: el inversor, el público que quiere comprar contado y/o financiado (y cuenta con ahorros suficientes para el pago inicial) y el público que quiere comprar financiado pero que no cuenta con ahorros (alquiler con opción a compra). Todas las opciones comerciales se evalúan permanentemente para verificar su eficacia.
- El público objetivo al que está dirigida la campaña de comercialización de las unidades de vivienda presenta una demanda no satisfecha. Según se destaca en el informe sectorial actualizado a diciembre de 2018 que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, siguen siendo adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, en diciembre de 2018.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. No obstante lo anterior, en los últimos años, se han realizado modificaciones con información contradictoria para los agentes, relativos a ajustes en la instrumentación del régimen promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, que si bien no aplicarían totalmente en este caso, éstos pueden contribuir a generar un clima de inversión inestable dados los constantes cambios en los beneficios fiscales para los inversores.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro”.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, del mercado de valores, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio ¹.

El marco conceptual de esta calificación es un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del Fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, en beneficio de los fideicomitentes, según contrato original y sus modificaciones. Admitido en su momento el rango de Tasas Internas de Retorno (TIRs) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE, las futuras 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 Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva la nota sigue, entre otros criterios, el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y de adjudicaciones que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación y que obviamente signifiquen un retorno razonable al inversor.

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

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

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. Hechos salientes del periodo

Cómo las obras ya se terminaron, los hechos salientes refieren a la etapa de Comercialización y Financiación de las unidades en stock, la Administración de la cartera, la construcción de los garajes fuera del terreno de TNC, y la administración de los otros activos del fideicomiso (entre ellos los terrenos adquiridos en Cufre y Juan C. Varela y la Iniciativa Privada presentada ante la IMM para la construcción de garajes bajo la Plaza de las Esculturas).

- En el cuadro 1 se presenta la situación comercial de las unidades al 31 de diciembre de 2018

Cuadro 1: Situación de unidades al 31/12/2018		
	Apartamentos	Garajes
Vendidos	175	57
Alquiler con opción a compra	111	15
Alquiler	18	102
Sub Total Comercializado	304	174
A Vender o Alquilar con Opción a Compra	133	45
TOTAL	437	219

Fuente: El Fiduciario

- Según informa el Fiduciario, desde la implementación de la modalidad de alquiler con opción a compra y hasta el 31 de diciembre de 2018 ya se llevaban 111 apartamentos y 15 garajes comercializados bajo esta modalidad. Estos números no tienen en cuenta los inmuebles que se han reservado y están en vías de concretarse las firmas. Según informa el Comité de Vigilancia los trámites para la firma llevan un promedio de 6 meses: redacción de contratos, verificación de ingresos, constitución de garantías, concreción del adelanto de los alquileres (seña), etc. Según el CV a la fecha de este informe, ya no estarían quedando disponibles apartamentos en la torre Herrera y en la Artigas la mayor parte de los inmuebles corresponden a las unidades de mayor valor (pisos más altos y apartamentos de 3 dormitorios).
- En resumen, de los 437 apartamentos disponibles hay 175 compromisos firmados, 111 alquilados con opción a compra (AOC) y 18 alquileres, por lo que al 31 de diciembre de 2018 resta concretar la colocación de 133 unidades. Con referencia a los garajes, de los 219 construidos, se vendieron 57, se alquilaron 102 y 15 se alquilaron con opción a compra, por lo que resta colocar 45.
- El Fideicomiso participa en la comisión directiva de ambas torres en su rol de propietario de las unidades no enajenadas. El fideicomiso tiene aproximadamente el 35% de la Torre Herrera (A) y el 84% de la Torre Artigas (B).
- Respecto de las diferentes torres, la Herrera se encuentra ya en un 93% ocupada, mientras que el porcentaje de ocupación de la Artigas es del 47%; lo que implica que un 70% de los apartamentos ya se encuentran ocupados

- La modificación del plan comercial original, supuso que se venderían unas 96 unidades por año a partir de 2018 y que por lo tanto se colocarían todas al 31 de julio de 2019. Esa proyección a juicio de CARE pareció razonable en un primer momento, pero la evolución de unidades comercializadas durante 2018 muestran que ese plazo difícilmente se cumpla. No obstante, ese ritmo de ventas parece razonable que se logre en un lapso un poco mayor, con la concreción de los negocios en marcha que básicamente refieren a la modalidad de alquileres con opción a compra. En la Sección IV se analiza el efecto que sobre la rentabilidad podría tener un atraso en la ocupación total de las torres y como se verá sus efectos no son muy significativos.
- Con el objetivo de dotar al Fideicomiso con más oferta de garajes y también para capturar el “upside” de precio en los terrenos de la zona derivados de la construcción del Shopping y las Torres, el Fideicomiso TNC optó por tomar posición en tierras y derechos de uso de algunos terrenos en las inmediaciones de las torres para incorporar patrimonio del Fideicomiso. Estos fueron:
 - Un predio de 600 m2 en la calle Juan Cruz Varela, a metros de la Plaza de las Esculturas para la construcción de 87 garajes. El proyecto prevé la posibilidad de adaptar el edificio a oficinas en un futuro.
 - Un predio de 5.500 m2 con frente a General Flores y a calle Cufré. Se culminó con la obra de las cocheras las que ya están disponibles para el alquiler de los propietarios e inquilinos de las Torres Nuevocentro.
 - En relación a la Iniciativa privada (IP) para construir 400 plazas de parking debajo de la Plaza de las Esculturas, la IMM no ha llamado a licitación para la entrega de propuestas y no ha habido avances en el segundo semestre de 2018.

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

- En el terreno Juan Cruz Varela se comenzaron las obras para los estacionamientos y en el mes de diciembre se pagó el primer certificado de Avance.
- El 25 de octubre se celebró una Asamblea de Inversores, en la que se resolvió una modificación de la cláusula 5.8 del contrato de fideicomiso (referida a la autorización de constituir gravámenes a los activos fideicomitidos), lo cual se concretó con la modificación del contrato el 20 de noviembre de 2018.

- Se han verificado algunos atrasos en los cobros. Respecto de los deudores por alquileres, al cierre de diciembre hay un solo atraso en las cuotas de alquiler. Por cuotas de promitentes compradores, al 31 de diciembre había 5 clientes atrasados, de los cuales uno se puso al día en los primeros días de enero de 2019. CERNET está a cargo del seguimiento de los mismos. De los cuatro casos atrasados a enero, dos están haciendo pagos parciales, un tercero tiene el apartamento en venta para poder saldar lo antes posible la deuda, y el cuarto caso va a rescindir el compromiso de compraventa, perdiendo todo lo integrado del precio hasta la fecha.

3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Informes trimestrales del Administrador, el último de los cuales es a diciembre de 2018
- Entrevista al Comité de Vigilancia
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018.
- Estados Contables de la Fiduciaria al 31 de diciembre de 2018.
- Informe Sectorial Inmobiliario de CARE a diciembre de 2018
- Encuesta sobre el Mercado Inmobiliario, RESEARCH URUGUAY, diciembre de 2018

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

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

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

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

Constructor: Ebital S.A.

Proyecto y Dirección de

Obra: Estudio Gómez Platero.

Entidad

Representante: Bolsa Electrónica de Valores.

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

Bienes

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

Moneda de los CP: UI.

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

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

2. El análisis jurídico

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

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. En función de los informes jurídicos antes mencionados, y teniendo en cuenta el tiempo transcurrido con ausencia de conflictos, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura es casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *El riesgo es bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN.

La estructura de gobernanza del fideicomiso que fuera diseñada para cumplir con los objetivos del mismo, requiere ser analizada desde la realidad actual con la obra terminada y entregada, queda completar su comercialización y la concreción de nuevos negocios.

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

a) La Fiduciaria

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

TRUST AFISA ha sido autorizada a operar como administradora de fondos de inversión por comunicación del BCU No 2011/180 del 5 de octubre de 2011.

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados al 31 de diciembre de 2018 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo	32.344	27.250	29.365
Activo Corriente	3.940	1.298	1.862
Activo no Corriente	28.404	25.952	27.503
Pasivo	22.159	19.632	19.421
Pasivo Corriente	1.595	1.393	848
Pasivo no Corriente	20.564	18.239	18.572
Patrimonio	10.185	7.617	9.945
Pasivo y Patrimonio	32.344	27.250	29.365
Razón Corriente	2,47	0,93	2,20

Fuente: EE.CC TRUST

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

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Ingresos Operativos Netos	7.503	5.771	5.249
Ingresos Diversos	535	70	78
Ingresos Financieros	2.620	3.050	5.927
Total Ganancias	10.659	8.891	11.253
Gastos de Administración	(5.406)	(5.356)	(4.407)
Gastos financieros	(2.686)	(1.900)	(5.385)
Total Egresos	(8.092)	(7.256)	(9.792)
Resultado del Ejercicio	2.567	1.635	1.462
Ajuste integral (ejercicio anterior)	-	(31)	
Resultado Integral del Período	2.567	1.635	1.431

Fuente: EE.CC TRUST

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

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

Su idoneidad para administrar esta operación no ofrece reparos.

b) El Fideicomiso

El fideicomiso, constituido con el objetivo ya descrito en otra sección del presente informe, realizó la emisión de oferta pública por el equivalente a USD 58.2 millones con fecha 18/12/13 y, de oferta privada por USD 2 millones con fecha 30/1/14, ambas en moneda nacional.

Posteriormente, en asamblea de beneficiarios de fecha 28/7/16 se resolvió cambiar la moneda la que pasó a ser la unidad indexada (UI). Por lo que las emisiones pasaron a reexpresarse en dicha moneda a valores del 30/6/15 quedando: UI 404.317.464 la emisión de CP's de oferta pública y en UI 14.410.483 los CP's de oferta privada.

En la oportunidad, la fiduciaria presenta los EE.CC del fideicomiso FFTNC al 31/12/18.

Cuadro 4: Estado de Situación del FFTNC (miles de \$)

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo	1.717.984	1.902.307	1.983.415
Activo Corriente	494.958	957.839	1.197.321
Activo no Corriente	1.223.026	944.468	786.095
Pasivo	136.834	294.371	516.935
Pasivo Corriente	96.073	252.544	516.723
Pasivo no Corriente	40.761	41.827	213
Patrimonio	1.581.151	1.607.936	1.466.480
Total Pasivo y Patrimonio	1.717.984	1.902.307	1.983.415
Razón Corriente	5,15	3,79	2,32

Fuente: EE.CC FFTNC

El patrimonio contable al 31/12/18 equivale a USD 48.8 millones, producto de convertir el saldo contable en moneda nacional según cotización del dólar vigente al cierre del periodo, 32,406. En cambio si se expresa el patrimonio contable en UI (cuya cotización de cierre era de 4,027), da un valor de UI 392.6 millones. En ambos casos por debajo de la emisión aunque en menor medida cuando se expresa en UI.

Por otra parte, cabe decir que el criterio contable para registrar el valor de las unidades, ya totalmente terminadas, es el de costo histórico y que se clasificaron como activo corriente las que se estima se venderán en el corto plazo. Las unidades no comercializadas aún se mantienen en stock valuadas al costo, subestimando el valor patrimonial ya que el valor neto realizable se considera mayor al valor de costo contabilizado.

En el cuadro siguiente se informa el estado de resultados del fideicomiso al cierre de 2018 y su comparativo con el ejercicio anterior. No se incluye el ejercicio 2016 por no ser comparable por cuanto prácticamente no había comenzado la etapa de comercialización.

Cuadro 5: Estado de Resultados del FFTNC (miles de \$)		
Concepto	31/12/2018	31/12/2017
Venta de unidades	221.267	545.525
Costo de venta de unidades	(242.559)	(371.020)
Ganancia por venta de unidades	(21.292)	174.505
Ingresos por arrendamientos	32.335	10.505
Ingresos diversos	315	4.256
Resultado Operativo	11.358	189.267
Ganancias financieras	104.458	94.115
Total ganancias	115.817	283.382
Gastos de administración	(66.419)	(23.816)
Gastos diversos	(21.776)	(29.531)
Gastos financieros	(54.408)	(88.578)
Total pérdidas	(142.603)	(141.925)
Resultado del Ejercicio	(26.787)	141.456
Ajustes resultado anterior	-	-
Resultado integral del período	(26.786)	141.456

Fuente: EE.CC FFTNC

Como se desprende del cuadro anterior, en el periodo que se informa el fideicomiso ha comenzado a recibir ingresos por arrendamientos en montos relativamente importantes. Los ingresos por venta de unidades, en cambio, resultaron sensiblemente menores respecto al mismo periodo del año anterior y, además, de acuerdo al cuadro precedente, los ingresos por ventas no cubrieron los costos de las unidades vendidas; esto en buena medida se explica, como lo refiere el Comité de Vigilancia, a ventas realizadas en el marco del acuerdo con ANV.

Se puede observar en los cuadros precedentes, algo que se explicita en la sección IV de este informe y es que este proyecto ha tenido dificultades de distinto tipo y que como resultado de las mismas, la rentabilidad esperada si bien positiva viene siendo menor a la proyectada originalmente.

Riesgos considerados:

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

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Con ocasión de las calificaciones anteriores, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. Asimismo, los flujos fueron sensibilizados con diferentes niveles de stress para fortalecer el análisis. No obstante lo anterior, y dadas las modificaciones en el plan de negocios comentadas párrafos arriba (arrendamientos, compra de terrenos y garajes externos), fue necesario contar con un nuevo Flujo de Fondos, el cual se presentó en abril de 2018. En la anterior actualización, y a la luz del ritmo de ventas, CARE estimo una nueva TIR estirando los plazos de colocación de los apartamentos. Los supuestos realizados en aquél momento siguen siendo válidos por lo que en esta oportunidad se reiteran los resultados.

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

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

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

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

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

De acuerdo a esas proyecciones (abril de 2018), la TIR del proyecto en UI alcanzaría 3.46% (ver Cuadro 6).

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

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

Fuente: El Administrador

Teniendo en cuenta la actual coyuntura, el ritmo de ventas reales del año 2018 y las perspectivas para el corto plazo, CARE recalculó en la anterior calificación (setiembre de 2018) la TIR del proyecto suponiendo que en vez de colocar la totalidad del saldo de los inmuebles a junio de 2019, ello ocurriría a diciembre de 2021, proyección que a la luz de lo que viene ocurriendo parece más realista e incluso más riguroso. De esta forma, la nueva TIR para el inversor pasaría a ser del 3,37%. Para esta actualización CARE mantiene su estimación anterior al no existir nuevos elementos que justifiquen un nuevo cálculo.

La emisión total al inicio de las obras, la demora en la venta de las unidades en el pozo, el atraso en la cobranza de las unidades de la ANV y el cambio de moneda (de dólar a UI) realizado en un momento en que la moneda norteamericana estaba alta, operaron en contra de la rentabilidad del proyecto. Asimismo, la decisión de la Asamblea (2015) respecto de reinvertir el producido de las ventas de apartamentos en metros cuadrados en la zona de influencia de las torres (terrenos), en vez de repagar a los beneficiarios de los CP, también habría afectado la Tasa Interna de Retorno, dado que por el momento esas nuevas inversiones no han rendido lo esperado.

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

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

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

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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. En cuanto a este punto, si consideramos las expectativas de rentabilidad del negocio así como el seguimiento recurrente que se realiza del mismo, existiría un riesgo bajo de generación de flujos. Este riesgo se ha mitigado en parte por el avance de la comercialización de las unidades y la ejecución de cuatro modalidades de generación de flujos: ventas al contado, ventas a crédito, alquileres y alquileres con opción a compra.
Riesgo bajo.

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

V. EL ENTORNO

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

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 CARE².

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).

². Ambos trabajos pueden solicitarse en care@care.com.uy

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

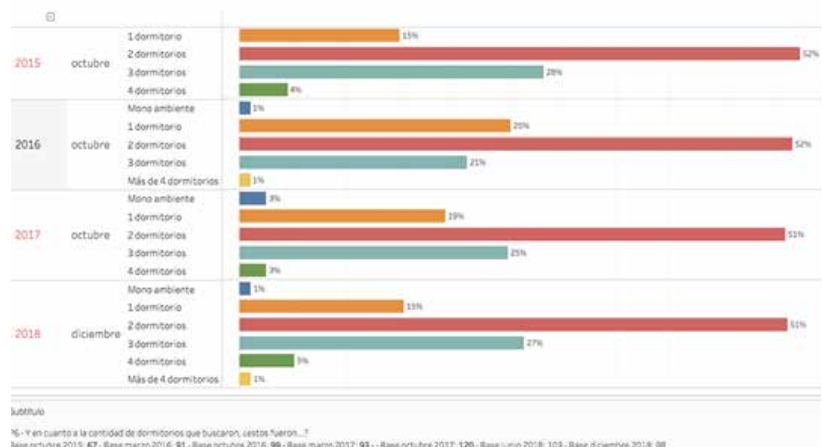
En nuestro país el **crecimiento de la población** ha sido prácticamente nulo en los últimos 50 años y no se espera que tenga mayores variaciones en los próximos, por lo que este factor no va a incidir en la demanda por viviendas.

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.

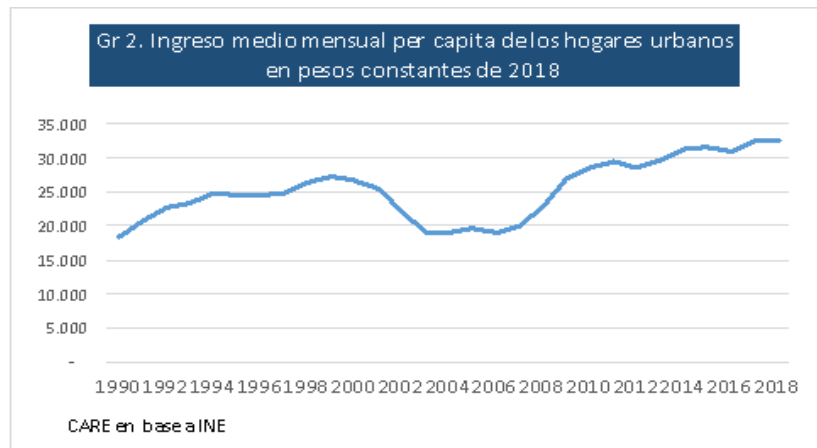
Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas cada vez más reducidas y en la franja costera el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. De cada tres nuevos hogares, dos son unipersonales. La nueva oferta edilicia muestra un cambio estructural en 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 1. 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.

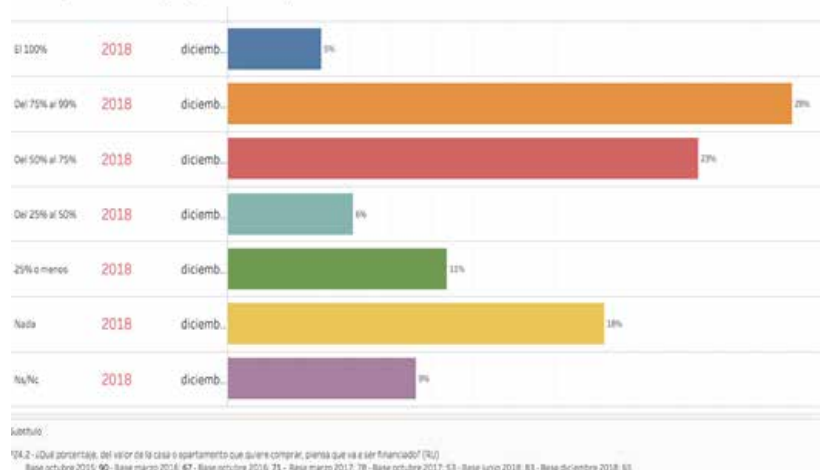


Fuente: Elaborado en base al INE.

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.

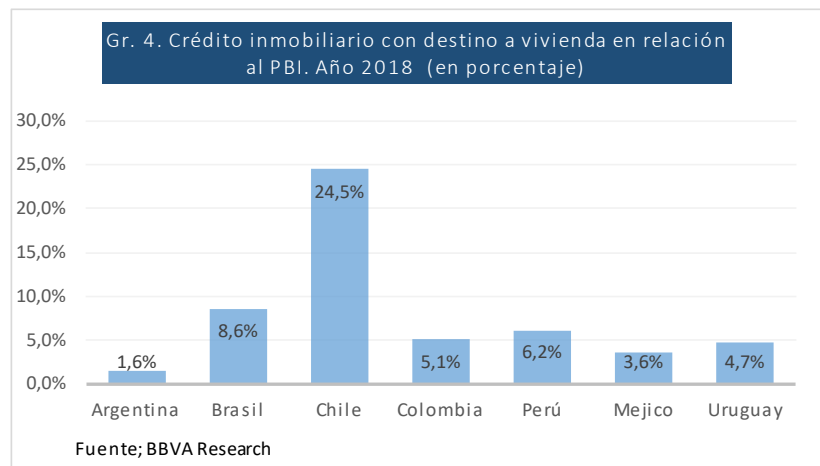
La demanda por compra de vivienda para consumo depende en gran medida del **acceso al crédito hipotecario**. Esto se fundamenta en el hecho de que el 56% de las familias y personas demandan financiamiento por más de la mitad del valor de la vivienda, según la encuesta realizada por Research International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

Gráfica 3. Necesidad de financiamiento Qué porcentaje piensa que será financiado



Fuente: Research International, 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.



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%,

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.



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.

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. 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.

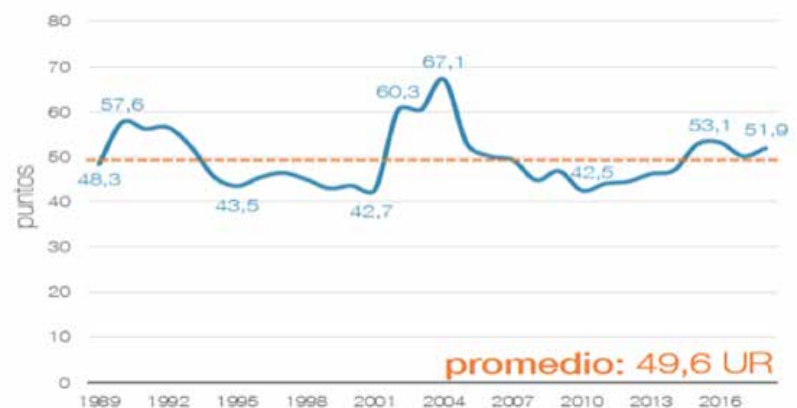
o Evolución de los precios

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 7. Precios históricos del metro cuadrado (escriturado).



Fuente. Briq 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 8. 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. En los últimos 30 años se ha evidenciado un crecimiento de los asentamientos informales a nivel nacional y en particular en la capital del país.

Cuadro 7 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 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 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 9. 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, está incidiendo en que la mayor cantidad de inmuebles se están comercializando bajo la modalidad de Arrendamiento con Opción a Compra.

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 muy eficiente e incentivos que atienden la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

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

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

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

3. Conclusiones sobre el entorno

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la constructora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los certificados de participación recogen la calificación BBB + (uy)³ de la escala de nuestra metodología.



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

³ BBB + (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. El signo (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**