

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

Montevideo, noviembre de 2020

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

**Actualización de la Calificación de la Emisión de Oferta Pública del Fideicomiso
Financiero Torres Nuevo Centro.
17 de noviembre de 2020**

Certificados de Participación tipo A	UI 404.317.164
Calificación de Oferta Privada:	Certificados de Participación tipo B UI 14.410.483
Fecha de Suscripción:	18 de diciembre de 2013
Fiduciario:	TRUST AFISA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores
Activo Fideicomitado:	Los derechos de sobre elevar y las unidades y espacios conexos de conformidad con lo dispuesto en el Contrato
Vigencia:	30 de abril de 2021
Calificación de Riesgo certificados A y B:	BBB+.uy
Análisis de contingencias jurídicas:	Olivera Abogados
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Duran y Adrián Tamber.

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, aunque por el momento con una TIR menor a la esperada. 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. Este amplio menú ha permitido colocar la mayor parte de las unidades y se espera que en un plazo relativamente breve se hayan colocado la totalidad de los apartamentos construidos.
- Al 30 de setiembre de 2020 se encontraban comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva y alquiladas con opción a compra) aproximadamente el 86% de los apartamentos y el 35% de los garajes. Considerando también los demás alquileres, los porcentajes se elevan al 96% para el caso de los apartamentos y al 56% en los garajes de las torres.
- 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; al 30 de setiembre ya se alcanza al 88% de avance de obra. En otro de los terrenos hay estacionamientos provisorios y se han alquilado 98 plazas de 105 disponibles a propietarios e inquilinos de las Torres Nuevocentro.
- Un negocio que sigue ofreciendo 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 colocación de apartamentos (venta y alquiler con opción a compra), ha sido más lenta que lo esperado, lo que viene haciendo bajar la tasa interna de retorno esperada. En abril de

2020 se presentó una nueva estimación de la TIR que se ubicó en un 2,74% en UI. La TIR sigue siendo positiva y su valor esperado es en parte también consecuencia de una decisión comercial del operador y de los inversores de esperar, en el entendido de que la tasa interna de retorno podría mejorar si en el mediano plazo aumentaran los activos del Fideicomiso, se colocaran la totalidad de los inmuebles y maduraran otros negocios que se están analizando.

- Como se describe en profundidad en la Sección V, la crisis sanitaria tuvo efectos importantes sobre el mercado inmobiliario, especialmente en los meses pico de pandemia, quedando los compradores a la espera de lo que ocurra en la región, con las tasas de interés internacionales, con el empleo y por supuesto con el desenlace de la pandemia. Asimismo se mantiene una alta disociación entre las aspiraciones económicas de los vendedores y lo que está dispuesto a pagar el comprador que compone la demanda para consumo. Cabría esperar entonces un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra en este componente de la demanda que es la demanda para consumo (diferente a la demanda por inversión). Para este fideicomiso en particular las posibilidades de arrendamiento con opción a compra y la financiación propia lograron 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.
- En cambio se ve con cierta expectativa favorable una demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera que se vienen implementando. Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos para inversión es notoria y favorecida por las bajas tasas de interés; mientras que la demanda para consumo irá mejorando en la medida que mejoren el empleo y el ingreso de los hogares. Según se destaca en el informe sectorial actualizado a setiembre de 2020 que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, fueron los adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, para CARE en julio de 2020.
- 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 se identifican riesgos derivados de la política pública; por el contrario algunas medidas ya tomadas hacia el sector tienden a mejorar el clima de negocios. La eliminación de los topes de alquiler y de los precios de los proyectos promovidos, es un claro ejemplo en este sentido.

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 ni obstante una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio¹.

El marco conceptual de esta calificación es un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del Fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, en beneficio de los fideicomitentes, según contrato original y sus modificaciones. Admitido 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 comerciales que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación y que obviamente signifiquen un retorno razonable al inversor.

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

La vigencia de esta actualización de la calificación es hasta el 30 de abril de 2021. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

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

2. Antecedentes y hechos salientes del periodo

Las obras ya están terminadas por lo que el Fideicomiso se encuentra en la etapa de Comercialización y Financiación de las unidades en stock, la cobranza de los contratos AOC y de alquiler, la administración de la cartera hipotecaria, 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).

A partir del año 2017, la principal modalidad de comercialización del stock de apartamentos es el contrato de "Alquiler con Opción a Compra" (AOC), por el cual se firma un contrato de arrendamiento con opción a compra por un plazo de dos años renovable por dos años más. Existen dos opciones de esta modalidad:

1. El arrendatario deposita una garantía equivalente a entre 8 y 15 meses de alquiler dependiendo de la unidad a arrendar, paga la cuota de alquiler, y al momento de ejercer la opción de compra, tanto el depósito inicial como las cuotas de alquiler pagas se le toman como pago del precio. Este mecanismo facilita la compra de vivienda a aquellos clientes que no tienen el 20% de entrega inicial para hacer la compraventa directa.
2. AOC con 50% de ahorro de la cuota de alquiler. En esta modalidad, la cuota de alquiler es similar a la de un alquiler común de la zona. Se le tomará un 50% como AOC y otro 50% como alquiler. El plazo máximo para ejercer la opción de compra es de 5 años. En este esquema quien ejerza la opción de compra tendrá que entregar al momento de la firma por lo menos la diferencia para que el ahorro llegue al 20% del precio del apartamento. La entrega inicial para esta opción es de 8 cuotas.
3. Se ha incorporado una nueva opción para aquellos clientes que actualmente tienen un contrato AOC con el fin que puedan canjear la unidad actual por una de mayor precio. Este upgrade consiste en que el inquilino canjea la unidad actual por una de mayor valor. La puesta a punto de la unidad actual para dejarla en condiciones para que el fideicomiso la vuelva a comercializar corre por cuenta del inquilino y se le descuenta del ahorro acumulado. Al tomar una unidad de mayor valor, todo el ahorro que ha acumulado hasta el momento se le toma como entrega a cuenta del precio para el nuevo contrato. Esta nueva estrategia ayuda al Fideicomiso a comercializar las unidades de mayor precio y liberar las de menor precio que son más demandadas por nuevos clientes.

En el cuadro 1 se presenta la situación comercial de las unidades al 30 de setiembre de 2021

Cuadro 1: Situación de unidades al 30/09/2020

	Apartamentos	Garajes TNC	Cocheras Cufre
Vendidos	183	49	-
Alquiler con opción a compra	178	27	-
Alquiler común	47	47	98
Sub Total Comercializado	408	123	98
Reservas/precontrato	13		
A Vender o Alquilar con Opción a Compra	16	96	7
TOTAL	437	219	105

Fuente: El Administrador

- Al 30 de setiembre de 2020 de los 437 apartamentos construidos hay 183 vendidos, 178 alquilados con opción a compra (AOC), 47 alquileres y 13 apartamentos reservados o precontratados, por lo que resta concretar la colocación de 16 unidades.
- Con referencia a los garajes, de los 219 construidos bajo las torres, se vendieron 49, se alquilaron 47 y 27 se alquilaron con opción a compra, por lo que restan colocar 96. Por otra parte, también hay 98 cocheras alquiladas (de 105) en el predio de Cufre.
- El Fideicomiso participa en la comisión directiva de ambas torres en su rol de propietario de las unidades no enajenadas. El fideicomiso al 30 de setiembre de 2020 tiene el 36% de la Torre Herrera (A) y el 80% de la Torre Artigas (B). Como propietario de un número importante de apartamentos participa en las Asambleas de Propietarios.
- Respecto de las diferentes torres, la Herrera se encuentra ya en un 97% ocupada, mientras que el porcentaje de ocupación de la Artigas es del 90%; lo que implica que un 93% de los apartamentos ya se encuentran ocupados. Si se consideran los que están reservados, el porcentaje de apartamentos colocados sería del 96%, solamente quedan 16 apartamentos libres en stock.
- Las proyecciones del fideicomiso eran de colocar la totalidad de los apartamentos en stock y buena parte de los garajes en el correr del año 2020. Muy probablemente se alcance el objetivo de colocar los apartamentos, aunque parece más difícil la colocación de los garajes. Asimismo la mayor parte de las últimas colocaciones han sido de AOC o alquiler, y no tanto de ventas contado, como se había proyectado.
- 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. Se comenzaron las obras para los estacionamientos, ya el avance es de un 88% y se han pagado los primeros 20 avances de obra.

- o Un predio de 5.500 m2 con frente a General Flores y a calle Cufre. Se culminó con la obra de las cocheras provisionales que ya están disponibles para el alquiler de los propietarios e inquilinos de las Torres Nuevocentro. Al 30 de setiembre había 98 cocheras alquiladas a los copropietarios e inquilinos de las Torres, sobre un total potencial de 105 lugares. En abril de 2020 se pagó la última cuota de este terreno.
- Estas dos acciones podrían generar nuevos negocios y mejores flujos financieros para el FFTNC.
- Desde la implementación de la modalidad de alquiler con opción a compra y hasta el 30 de setiembre de 2020 ya se llevaban 178 apartamentos comercializados bajo esta modalidad, lo que representa el 44% de las unidades ocupadas. La modalidad de AOC ha ido adquiriendo cada vez mayor importancia; en el primer año (2017) el 59% de los apartamentos se comercializaron bajo esta modalidad, en 2018 fue el 70%, en 2019 fue el 72% y en los primeros 9 meses del 2020 fue del 46%.
- En los últimos meses ha venido creciendo la cartera atrasada en todas las modalidades: cuotas de compradores, de AOC, de alquileres y también de gastos comunes. En tal sentido, el Administrador en coordinación con el Fiduciario decidió establecer un Protocolo de Cobranzas que defina el procedimiento a seguir en cada uno de estos casos. El Protocolo se ha aplicado tanto para Inquilinos atrasados en cuotas de alquiler y/o gastos comunes, como para promitentes compradores atrasados.
 - o Por cuotas de promitentes compradores, al 30 de setiembre había 19 clientes atrasados, que totalizan UI 943.360. CERNET está a cargo del seguimiento de los mismos.
 - o Por arrendamientos (alquiler y AOC), hay 50 atrasos, pero de éstos 31 deben una sola cuota, 14 deben dos y hay solamente 5 con tres cuotas atrasadas. La deuda total es de \$ 652.814. El Fiduciario ha contratado a una contadora para la gestión de la cobranza de los arrendamientos.
- En mes de agosto de 2020, se realizó una reunión con República AFAP para tratar el tema de la distribución de fondos líquidos disponibles, se acordó que la decisión se tomará antes de fin de año.

3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Informes trimestrales del Administrador Nos 25, 26 y 27, el último al 30/09/20.
- Informes y entrevista al Comité de Vigilancia.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de setiembre de 2020.
- Estados Contables intermedios de la Fiduciaria al 30 de junio de 2020.
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a julio de 2020 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) a setiembre de 2020²
- Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario, realizado por BRIC ANALYTICS, de fecha 6 de agosto de 2020.

². Disponible en care@care.com.uy

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 Emisión de Oferta Privada: Certificados de Participación tipo B UI 14.410.483

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 intermedios al 30 de junio de 2020 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	36.738	32.898	32.344
Activo Corriente	2.466	1.460	3.940
Activo no Corriente	34.273	31.438	28.404
Pasivo	21.512	18.761	22.159
Pasivo Corriente	1.232	317	1.595
Pasivo no Corriente	20.280	18.444	20.564
Patrimonio	15.226	14.137	10.185
Pasivo y Patrimonio	36.738	32.898	32.344
Razón Corriente	2,00	4,61	2,47

Fuente: EE.CC TRUST

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

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos Operativos Netos	3.932	3.199	6.285
Ingresos Diversos	-	76	142
Ingresos Financieros	4.028	2.014	4.544
Total Ganancias	7.960	5.290	10.971
Gastos de Administración	(3.932)	(2.769)	(8.003)
Gastos financieros	(2.939)	(1.569)	(3.428)
Total Egresos	(6.871)	(4.338)	(11.431)
Resultado del Ejercicio	1.089	952	(459)
Ajuste integral (ejercicio anterior)	-	-	-
Resultado Integral del Período	1.089	952	(459)

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 \$10.645.151.

TRUST AFISA comenzó a operar efectivamente como fiduciaria a partir del ejercicio 2013 con la administración del 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 tanto, las emisiones se re expresaron en dicha moneda a valores del 30/6/15. A partir de entonces, las emisiones quedaron establecidas en UI 404.317.464 los CP's de oferta pública y en UI 14.410.483 los CP's de oferta privada.

En la oportunidad, se consideraron los EE.CC intermedios del fideicomiso al 30/9/2020

Cuadro 4: Estado de Situación del FFTNC (miles de \$)			
Concepto	30/09/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	1.815.256	1.730.720	1.717.993
Activo Corriente	537.864	478.145	494.967
Activo no Corriente	1.277.392	1.252.575	1.223.026
Pasivo	75.327	73.742	140.609
Pasivo Corriente	20.598	31.272	99.848
Pasivo no Corriente	54.730	42.470	40.761
Patrimonio	1.739.928	1.656.977	1.577.385
Total Pasivo y Patrimonio	1.815.256	1.730.720	1.717.993
Razón Corriente	26,11	15,29	4,96

Fuente: EE.CC FFTNC

El patrimonio contable al cierre del periodo señalado, según cuadro precedente, equivale a USD 40.9 millones, producto de convertir el saldo contable en moneda nacional según cotización del dólar vigente al 30/9/20, \$ 42,575. En cambio si se expresa el patrimonio contable en UI (cuya cotización de cierre era de 4,7113), da un valor de UI 369.3 millones. En ambos casos por debajo de la emisión. La unidad relevante es la UI puesto que así están nominadas ambas emisiones.

Vale aclarar que el valor contable de las unidades corresponde al valor histórico derivado de los costos de construcción y de los necesarios para darle su condición y ubicación actual. Dicho costo fue comparado con el valor razonable, habiendo resultado menor el valor de costo, siendo este último el que se ha reconocido. Las unidades que se estima vender en los próximos 12 meses se incluyen en el Activo Corriente mientras que el resto van en el Activo no Corriente.

Esto supone un criterio conservador ya que no se reconoce la (eventual) ganancia que normalmente debería generarse al momento de la venta. En tal sentido, el administrador, en su informe No. 27 a la misma fecha (30/9/2020) tomando el stock de unidades y garajes a vender al precio de lista, calcula el patrimonio del fideicomiso en USD 68.1 millones o UI 615.5 millones según se tome una u otra moneda, valores que su efectiva comercialización podrá convalidar o no.

En el cuadro siguiente se informa el estado de resultados parcial del fideicomiso al cierre de setiembre de 2020 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 5: Estado de Resultados del FFTNC (miles de \$)			
Concepto	30/09/2020	30/09/2019	31/12/2019
Resultados operativos	60.367	71.234	91.662
Ingresos diversos	15	412	658
Ingresos financieros	118.713	91.440	115.380
Total ganancias	179.095	163.086	207.701
Gastos de administración y ventas	27.547	32.056	42.467
Gastos diversos	28.226	18.431	42.264
Gastos financieros	40.371	33.829	43.377
Total pérdidas	96.143	84.315	128.108
Resultado del ejercicio	82.951	78.771	79.592

Fuente: EE.CC FFTNC

Como se desprende del cuadro anterior, los resultados parciales del último periodo son ligeramente superiores en moneda nacional a los verificados en el mismo periodo del año anterior.

Aún no se ha realizado ninguna distribución de utilidades a los tenedores de CP's; en agosto de 2020 se analizó el tema con los beneficiarios pero su definición se pasó para el mes de diciembre del corriente año.

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

De acuerdo al contrato de Fideicomiso Financiero y sus respectivas modificaciones, el objeto del "Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro" fue la emisión 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.

La última actualización del flujo de fondos se realizó en abril de 2020 con la información real a diciembre de 2019 y ciertos supuestos para la comercialización de los apartamentos, garajes y terrenos del fideicomiso, los cuales razonablemente se vienen cumpliendo. El flujo de fondos se proyectó hasta el año 2043 .

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

La última actualización del flujo de fondos proyectado del negocio fiduciario se realizó sobre la base de los siguientes supuestos:

- Para las unidades comercializadas hasta diciembre de 2019 se tomaron los datos de modalidad de venta, valores y forma de pago programado para cada unidad.
- Para las unidades a comercializar a partir de enero de 2020 se consideró la modalidad de alquiler con opción a compra (32 apartamentos y 36 garajes) y venta contado (26 apartamentos y 36 garajes); todos esto durante el año 2020. Asimismo se supuso que los garajes exteriores (Juan Cruz Varela) se alquilan desde diciembre de 2020 y hasta el año 2040 cuando se venderían al contado. Esta proyección de colocación de unidades se consideró razonable pero parecía alto el número de unidades vendidas al contado. Hasta la fecha se puede confirmar que muy probablemente se coloquen todos los apartamentos antes de fin de año, pero la mayor proporción será bajo la modalidad de alquiler o AOC; la pandemia, sus efectos sobre el ingreso de los hogares y las dificultades de acceso al crédito de las familias habrían atentado en contra de la modalidad de compraventas.
- Para el caso de los AOC se supuso un pago de garantía de 15 meses de alquiler, 48 meses de ocupación (alquiler) y a partir del mes 49 se financia la compraventa a 18 años con una tasa del 6,5% anual.
- Venta del terreno de Cufre al valor promedio de las dos tasaciones de que se dispone

De acuerdo a esas proyecciones (diciembre de 2019), la TIR del proyecto en UI alcanzaría 2,74% (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	
Aporte inicial	(457.372)	(16.372)								
Retiros								163.601	14.432	
Venta de Terrenos	-	-	-	-	-	-	-	32.464	-	
FF	(457.372)	(16.372)	-	-	-	-	-	196.065		
14.432										
TIR	2,74%									
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Emisión										
Retiros	17.209	18.302	18.703	21.572	25.161	25.207	25.577	25.947	26.166	
Venta de Terrenos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
FF	17.209	18.302	18.703	21.572	25.161	25.207	25.577	25.947	26.166	
	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
Emisión										
Retiros	26.321	26.724	26.933	27.097	27.355	27.856	28.206	28.092	24.574	34.332
Venta de Terrenos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FF	26.321	26.724	26.933	27.097	27.355	27.856	28.206	28.092	24.574	34.332

Fuente: El Fiduciario

Teniendo en cuenta la coyuntura adversa para la venta contado de las unidades, CARE recalculó la TIR del proyecto suponiendo que la mayor parte de los inmuebles -80%- que se pensaban colocar contado se alquilaran y que el terreno de Cufre se comercializara en el 2023, la nueva TIR para el inversor pasaría a ser del 2,53%.

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, la demora en las ventas de las unidades terminadas 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, pero sigue siendo 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 las torres. Tampoco se considera la realización de otros negocios por parte del Fideicomiso, los cuales están bajo estudio.

Para las condiciones actuales de tasas de interés internacionales y riesgos, el costo de oportunidad del capital, estimado por CARE sobre la base del modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)³, es de 6,1%. Este valor se calcula sobre la base del promedio de 5 años y utilizando el "beta" promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes,

³. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

el cual se ubica en 0,72, lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. La TIR esperada del inversor en este caso es menor al costo de oportunidad del capital. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras – ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

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, aunque con distintas repercusiones sobre la rentabilidad esperada. *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 tres documentos especialmente elaborados para la calificadoradora, estos informes son la base de la información utilizada para la realización de este análisis de entorno, estos son:

- La actualización a julio de 2020 de la investigación periódica que realiza RESEARCH URUGUAY contratada por CARE, con el objetivo de analizar la demanda en el mercado inmobiliario. Desde el punto de vista metodológico consiste en la realización de una encuesta entre las personas que buscan o buscaron viviendas en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- La actualización a setiembre de 2020 del Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) realizado por el Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette para CARE⁴.
- Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario, realizado por BRIC ANALYTICS, de fecha 6 de agosto de 2020.

La coyuntura sectorial del presente año se ha visto perjudicada por el efecto del COVID 19 en la economía. Desde el punto de vista productivo, el sector no ha revestido modificación ya que la actividad prácticamente no se detuvo en el presente año. En lo que respecta al nivel de transacciones y precios, después de una caída en el mes de abril y mayo sin precedentes, los meses posteriores han sido un poco más auspiciosos. Las transacciones se activaron y el mercado comenzó a validar en principio precios en dólares inferiores a los observados en 2019. La coyuntura macroeconómica global con tasas de interés negativas o en el entorno de cero, configuran un escenario positivo para la demanda de inmuebles con destino inversión. Los activos financieros que brindan relativa seguridad, evidencian tasas de retornos exigüos, lo que lleva a muchos inversores a optar por la inversión inmobiliaria. En lo que refiere a la política doméstica; la estabilización del tipo de cambio, la liberación de los precios tope en la vivienda promovida, la llegada de inversores argentinos y las mejores condiciones de exoneración fiscal para nuevos proyectos han conjugado un conjunto de estímulos que ha logrado efectos positivos en el nivel de actividad sectorial.

No obstante se mantienen también como contrapeso algunos elementos negativos para el negocio, como ser las perspectivas de decrecimiento del salario real y del empleo, la falta de crédito, etc., lo que probablemente

⁴. Estos trabajos pueden solicitarse en care@care.com.uy

podría tener consecuencias con el ingreso de los hogares, vacancia, precio de los alquileres, atrasos en los pagos, etc. Todos esos elementos afectan la demanda de inmuebles con destino al consumo; no obstante, se parte de la base de que esta recesión sería acotada en el tiempo y sus efectos no serían permanentes, ya que este fideicomiso tiene un plan de negocios de largo plazo (hasta 2040).

1. Mercado inmobiliario: oferta y demanda

a. La oferta de inmuebles

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 8% del PBI y ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en importantes compras de campos agropecuarios y construcciones destinadas al sector Premium y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, concomitantemente con una expansión moderada del crédito bancario sectorial. Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2018) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado con volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración de proyectos nuevamente en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece a partir del mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, ya que el mercado de inversiones inmobiliarias en Uruguay sufrió en una primer instancia el impacto de la devaluación en 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 tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas ya que más del 60% del stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia.

El sector inmobiliario ha aumentado su actividad constantemente desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones desde el sector público. 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. 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.

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.

En lo que respecta a la nueva oferta edilicia, se observa 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. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda, responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas que se describen en el capítulo que analiza la demanda de vivienda

La notoria caída de la construcción de torres económicas ha provocado una lenta recomposición de la oferta de vivienda para los sectores socioeconómicos que históricamente se financiaban con crédito del BHU. Dicho segmento de la demanda ha quedado mayormente desatendido y es de esperar que la nueva oferta se concentre en asistir el exceso de demanda existente en este nicho de mercado que evidencia un desajuste entre la oferta y la demanda. En tal sentido, la ANV ha promovido proyectos en el entorno de 18.000 viviendas, de las cuales alrededor de 11.000 han culminado las obras.

El nuevo escenario de política pública ha tenido un adecuado efecto sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más adelantador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios.

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.

Las principales variables que determinan la variación de la demanda y de los precios de los inmuebles son:

- i)** ingreso per cápita o el ingreso de los hogares
- ii)** crecimiento de la población
- iii)** salario real
- iv)** la tasa de desempleo
- v)** del monto de los créditos inmobiliarios
- vi)** la tasa de interés real
- vii)** la tasa de interés real de la zona monetaria a la cual pertenece la economía (en el caso de Uruguay es el dólar estadounidense)

Las primeras cinco variables mencionadas anteriormente responden a los determinantes de la demanda por uso de la vivienda y las últimas dos, responden a los determinantes de la demanda de inversión.

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. Sin embargo, entre las causas del aumento en el número de demandantes, se encuentra el proceso migratorio. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante. Esta nueva demanda ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres, que en los últimos años se encuentra en fuerte crecimiento.

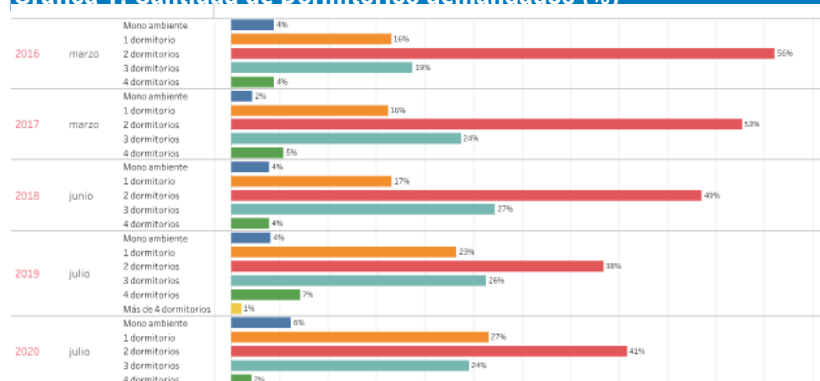
Existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente tendrán incidencia positiva en la demanda por vivienda; estos son: el avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y el incremento de la inseguridad; todos estos elementos han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda.

En el año 1990 los uruguayos vivían 73 años en promedio, mientras que a la fecha, la esperanza de vida al nacer alcanza es de 80,2 años en las mujeres y 73,2 en los hombres, según información publicada por la OMS. 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.

Para cuantificar la demanda, se contrató los servicios de Research International Uruguay. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: más del 70% de los entrevistados en la encuesta realizada, prefieren unidades que cuenten con 2 dormitorios o menos. Respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores determinantes a la hora de elección de una vivienda. Con respecto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda este situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo. En lo que refiere a barrios, se destacan el Centro y Cordón.

Grafica 1. Cantidad de Dormitorios demandados (%)



Fuente: RESEARH, Encuesta julio de 2020

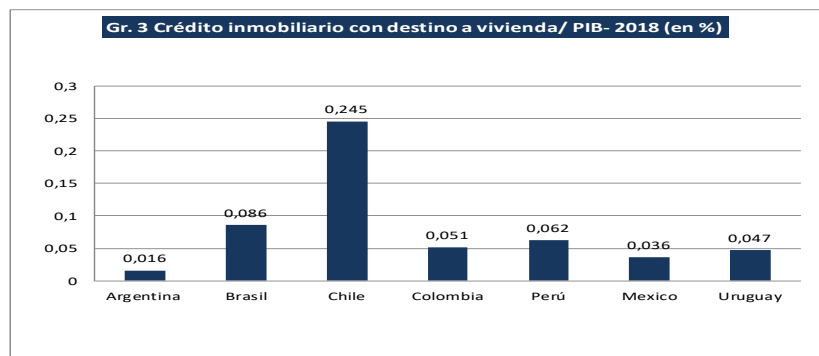
El ingreso de los hogares está evidenciando una caída después de un aumento sostenido después de la crisis económica y financiera de 2002. Este indicador y sumado a un desempleo que en el mes de agosto de 2020 se ubicaba en un 10,8%. determina un cambio en las expectativas que seguramente contribuye al enfriamiento del sector.



Fuente: Elaborado en base al INE.

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

Mientras que en los países desarrollados el crédito hipotecario ha superado el 80% del PIB, en Latinoamérica dicho indicador se ha mantenido por debajo del 10%, con excepción de Chile. 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/PIB 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 PIB del año 2019, el porcentaje es del 4,1%, el que se considera exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%.

Según información del Banco Central del Uruguay (BCU), actualmente el crédito hipotecario a las familias (stock) se ubica en el entorno de los 2.400 millones de dólares y el crédito al sector construcción se sitúa en los 300 millones de dólares (flujo). Estas variables, al estar nominadas mayoritariamente en UI, tienen oscilaciones producto de los cambios en el tipo de cambio.

A partir de 2017 comienzan a recuperarse el número de operaciones de crédito hipotecario, tendencia que se mantiene hasta fines de 2018. Durante 2019, como era de esperarse el número de operaciones muestran una clara tendencia decreciente hasta la mitad del año 2020; a partir de esa fecha las operaciones de crédito parecen comenzar a recuperarse.

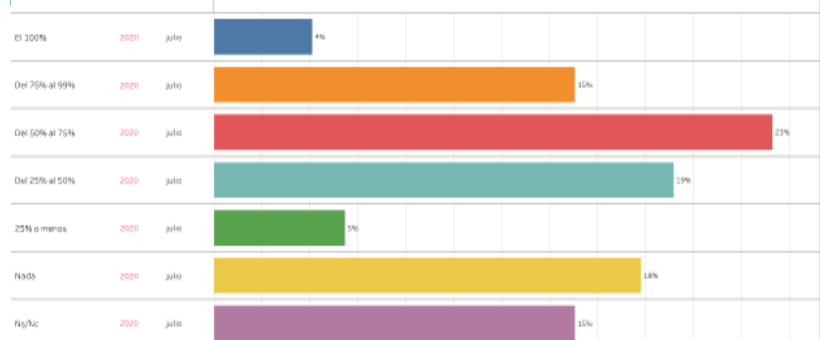


Fuente: En base a datos del BCU

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

- Según Research International Uruguay (ver Gráfica 5), el 42% de las familias y personas demandan financiamiento por más de la mitad del valor de la vivienda.
- Según el INE y el BHU, entre 1988 y 2002 dicho Banco financió en promedio, la construcción de 4.452 viviendas por año y realizaba 2.807 créditos de largo plazo para la compra de vivienda (promedio anual). En la actualidad, únicamente financia los créditos de largo plazo, no interviniendo en el crédito a la construcción de viviendas.
- En base a las citadas fuentes y asumiendo un promedio de operación de crédito por 100 mil dólares, existiría un déficit de crédito bancario a la vivienda (en términos históricos) de aproximadamente 280 millones de dólares por año (respecto a la década del noventa).

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



Fuente: Research. Julio de 2020

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 \$ 137.200 líquidos mensuales por núcleo familiar. Según datos del INE, este último monto es un 83% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano.

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



Nota: Préstamo a 25 años un UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BSE. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m². La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Valores a pesos constantes de 2020. Fuente: Research y BRIC Analytics. Julio 2020.

El crédito hipotecario de largo plazo se presenta en la actualidad como el cuello de botella del acceso a la vivienda. A su vez, los bancos no podrán incrementar en gran escala los créditos de largo plazo debido a que tendrían un problema de descalce de plazos entre sus operaciones activas y pasivas. Los Fondos de Pensión aparecen como los financiadores ideales de este tipo de operación crediticia.

o Factores que inciden en la demanda por inversión

Si se analiza la demanda por inmuebles por motivo inversión, las variables que más inciden son **la tasa de interés real y los flujos de capital**. Las tasas de interés bajas a nivel internacional sumado a la potencial presencia de argentinos en la plaza, podría generar condiciones favorables fortaleciendo la demanda de inmuebles como inversión.

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. El escenario actual es complejo ya que la actividad inmobiliaria está enlentecida y hay una alta disociación entre el valor de los inmuebles entre el propietario y el que está buscando. Esto hace que las transacciones sean exiguas. El propietario del activo no baja el precio ya que no tiene ninguna alternativa de inversión sustituta y el costo de reposición del inmueble es mucho mayor al precio que le ofrece el mercado. Solo se están realizando las transacciones de los agentes que están obligados a vender. La inestabilidad cambiaria y económica producto del Covid 19 ha suavizado las diferencias entre compradores y vendedores, validando precios en dólares más bajos que el año pasado.

Los compradores con motivo inversión han salido en búsqueda de oportunidades de negocio aprovechando la coyuntura actual. Según los resultados de la encuesta de Research, un 15% de los entrevistados buscó vivienda por motivo inversión, el guarismo más alto desde que se realiza esta medición. A su vez, la población que busca invertir en vivienda, se encuentra mayoritariamente entre los mayores de 41 años. A modo de síntesis, la demanda de vivienda para uso final está en aumento y se acumula debido a que la mayoría de las familias no han concretado la compra o el alquiler; mientras que la demanda para inversión, se ha aumentado notoriamente.

o Evolución de los precios

Según informa Bric Analytic, el **precio de oferta** del metro cuadrado de vivienda expresado en dólares ha experimentado una estabilidad durante el 2020. Sin embargo, según informantes calificados del sector, informaron a CARE que algunas operaciones se realizaron validando precios en dólares menores, producto de la coyuntura sanitaria en su momento de pico, así como también por única vez por efecto de la liberación de los toques de precios.

Los precios que esperan obtener los propietarios y los que están dispuestos a pagar los compradores que buscan inmuebles para consumo están cada vez más separados; de esta forma crece el cociente entre el precio de vivienda respecto del precio del alquiler y se frenan las compraventas con destino vivienda, aumentando así las operaciones de alquiler.

El costo de reposición de vivienda medido en pesos uruguayos (constantes), se ha incrementado desde 2004 y de forma más acentuada si es expresado en dólares. Los costos que experimentaron una mayor incidencia en el total, fueron el precio de la mano de obra y el de la tierra. No obstante, en el último año, el costo de reposición expresado en dólares evidenció una baja del 7% aproximadamente.

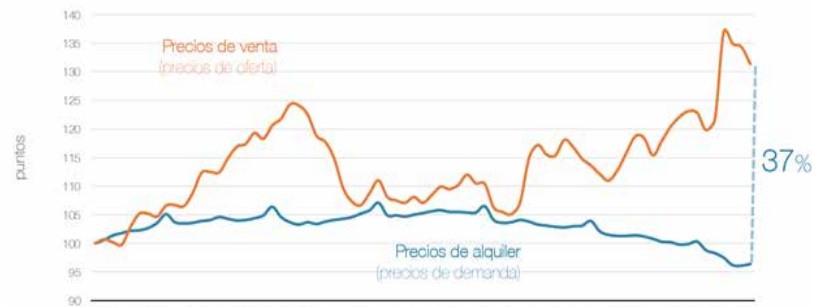
A su vez, el precio de los inmuebles expresados en UI conjuntamente con el cociente crédito bancario/monto total de transacciones, sirven para diagnosticar si el mercado está viviendo una burbuja. En este sentido, la estabilidad de precios en UI sumado a la baja penetración del crédito hipotecario en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

o Mercado de los alquileres

El último año mantuvo la tendencia en la cual los consumidores eran más propensos a alquilar que a comprar. El mercado de alquiler se potencia cuando se acentúa la brecha de precios relativos entre compra y uso de la vivienda. La confianza económica y la propensión a la compra de bienes durables se sitúan en niveles bajos y la aparición del Covid 19 empeoró las expectativas de los consumidores.

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

Gráfica 7. Precio de venta y alquiler. Montevideo



Fuente. BRIC Analytics. Julio 2020.

Para el caso de Uruguay en particular, el acceso a la vivienda parece ser más dificultoso en términos comparativos con otros países de la región, ya que el 40% de los hogares no es habitado por sus propietarios. Para el promedio del país la proporción de hogares inquilinos es del 17%, siendo el caso de Montevideo el departamento con un porcentaje más alto alcanzando a un 25%.

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

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.

En resumen

Para el corto plazo, cabe esperar un mercado inmobiliario con tendencia a la estabilidad para aquellos compradores que buscan vivienda para consumo, ya que quedarán a la espera de una mejora en el empleo, el salario y también la salida de la crisis sanitaria. Cabría esperar entonces un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, ya que estos compradores de viviendas para consumo se mostrarían muy cautelosos de asumir compromisos de largo plazo, ya que las principales señales respecto de las expectativas no son auspiciosas para ellos en el corto plazo. Por su parte, quienes estén buscando vivienda como inversión, seguirán presionando sobre el mercado inmobiliario al menos mientras las tasas de interés se mantengan bajas y no haya muchas opciones para invertir.

Se ve también con cierta expectativa favorable una demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera que se vienen implementando, así como también por las bajas tasas de interés.

Para el caso de los desarrolladores, luego de la fuerte baja en la demanda ocurrida en los meses de marzo y abril producto de las medidas tomadas por la pandemia, enfrentan ahora una situación más favorable, como consecuencia de la demanda de quienes buscan inmuebles como inversión, sean estos compradores nacionales o argentinos.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecerá una vez se logre superar la coyuntura adversa. La disponibilidad de créditos hipotecarios de largo plazo será la clave para dinamizar la demanda, que seguramente será mayor para aquellos inmuebles que se ofrecen en Unidades Indexadas, ya que éstos no habrán tenido aumentos como consecuencia del aumento del dólar en mercado doméstico.

2. Las políticas públicas

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas de forma 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. La nueva administración de gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de nuevas disposiciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios. Será vital que los gobiernos departamentales electos actúen en el mismo sentido a partir de 2021.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Los proyectos promovidos deben ser de más de 6,5 millones de dólares de inversión⁵.

En lo que respecta a las políticas públicas, por el momento no cabría esperar 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 del tipo de los que se construyeron en este fideicomiso. Por otra parte, la extensión de los plazos permitiría contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. 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. Particularmente las amenazas que existían relativas a posibles intervenciones negativas en el mercado de alquileres o en el de los precios de las viviendas, ya han sido despejadas por la actual administración. *Riesgo bajo.*

⁵. Recientemente se han anunciado nuevas medidas de estímulos a la construcción de viviendas, que en principio fueron muy bien recibidas por los desarrolladores.

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+.uy⁶ de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Píeve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

⁶. **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.**