

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2020

| | |
|----|---|
| 4 | RESUMEN GENERAL |
| 6 | I INTRODUCCIÓN |
| 11 | II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION |
| 13 | III LA ADMINISTRACION |
| 18 | IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS |
| 23 | V EL ENTORNO |
| 34 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO |

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO
COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I
28 - noviembre - 2020**

| | |
|---|--|
| Plazo: | 9 años. |
| Monto de Emisión: | \$ 2.100.000.000 |
| Fecha de primera emisión | en setiembre de 2014. |
| Administrador: | Compass Group Uruguay Investment Advisors |
| Fiduciario: | República AFISA |
| Activo Fideicomitado: | Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso. |
| Fideicomitentes: | Suscriptores iniciales de los CP's |
| Entidad Representante y Registrante: | BEVSA |
| Administración y pago: | República AFISA |
| Vigencia de la actualización: | hasta el 30 de abril de 2021 ¹ |
| Comité de Calificación: | Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber |
| Calificación de riesgo: | BB.uy |
| Manual Utilizado: | Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros. |

¹ La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I", manteniendo la calificación BB.uy de grado especulativo.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico adjunto a la calificación original².
- Un plan de negocios original que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soportó en su momento los stresses ajenos al mismo a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron al proyecto en la calificación original; pero que luego variaron dado los cambios en el plan de negocios.
- Un negocio que ofrecía bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable, tal como para múltiples circunstancias fuera analizado en el momento de la calificación. No obstante y como se señalara en anteriores actualizaciones, existen una serie de factores que vienen reduciendo los retornos esperados de la mayoría de los proyectos, por la extensión de los plazos, la desinversión en algunos proyectos y la reducción de otros.
- De modo especial se evaluó oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, Compass Group Uruguay. La empresa ha ido modificando su estructura gerencial en el país y si bien ha logrado sortear ciertos problemas en la ejecución del plan de negocios, persisten algunas dificultades.
- Resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución y el que debería iniciarse a los efectos de que no se siga deteriorando la rentabilidad esperada. Especial atención están recibiendo aquellos proyectos de gran magnitud que mayor incidencia tienen en los ingresos esperados; Distrito M y la Caleta, este último de hecho aún no iniciado.
- El último flujo financiero aportado por el administrador a marzo de 2020 estimó una TIR de 10,8% en pesos uruguayos. Descontada la inflación estimada del periodo (8,15%) estaría generando una tasa de interés real en pesos del 2,17% anual. Es menor a la estimada en el prospecto y también más baja que las presentadas en las estimaciones más recientes. Si bien sería positiva en términos reales, CARE entiende que existen dudas respecto del cumplimiento de los supuestos utilizados, que suponen la concreción de la primera torre del proyecto La Caleta y la venta de todas sus unidades y del saldo de la tierra, así como también la venta de los demás proyectos que no se ejecutaron. Hoy en día la rentabilidad global de la inversión se ha concentrado en el éxito de un proyecto (La Caleta) que por diversos motivos se ha venido dilatando en su concreción. Se dispone de información que permite advertir que existen algunas dificultades para que esta obra se realice, al menos en las condiciones originales. De no concretarse ese proyecto la rentabilidad esperada podría caer aún más.

² (Ver www.care.com.uy)

- La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos fue una medida acertada. El plazo del Fideicomiso fue recientemente ampliado (julio de 2020) en un año, pasando de 8 a 9 años, por lo que finalizaría ahora en el 2023, de esta forma se amplía el plazo para eventualmente concretar el nuevo emprendimiento y mejoran las posibilidades de colocación de las unidades.
- Como se describe en profundidad en la Sección V, la crisis sanitaria no tuvo mayores efectos sobre la actividad constructiva, aunque sí lo tuvo 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. Se mantiene una alta disociación entre las aspiraciones económicas del propietario 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 referida a la de consumo (diferente a la demanda por inversión).
- 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, siguen siendo adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, para CARE en julio de 2020. Para el caso de los apartamentos de La Caleta, las tipologías y la demanda es diferente a la considerada en este párrafo, son apartamentos de mayor valor y destinados a un estrato socioeconómico medio a alto.
- 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 parte de este negocio. 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. La eliminación de los topes de alquiler y de los precios de los proyectos promovidos, así como otros decretos referidos a la promoción de inversiones, generan incentivos para la realización de nuevos desarrollos³.

³. Recientemente se han anunciado nuevas medidas tendientes a generar incentivos para los desarrolladores, los cuales fueron muy bien recibidas por parte de los empresarios

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I”.

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

El marco conceptual de esta actualización supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido en su momento el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y comerciales que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación y que obviamente signifiquen un retorno razonable al inversor.

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

Los proyectos en ejecución son 6: Distrito M (dos torres), Escollera, Julio Cesar II, Torre Centra, Chaná y La Caleta (aún no iniciado), Los que totalizan 629 unidades a ser vendidas.

El resto de los proyectos adquiridos: Tres Cruces, Sky Blue C y Benito Blanco, se han dado de baja, y se siguen buscando alternativas de desinversión.

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos al 30 de setiembre de 2020, según la información suministrada por el Administrador:

- **Proyecto Escollera**

Está compuesto por dos edificios, uno alto y uno bajo, con un total de 110 apartamentos. La obra ya está terminada y se espera por avances del trámite de aprobación del Plano Definitivo de Propiedad Horizontal y la posterior obtención del Certificado de Habitabilidad ante la Dirección Nacional de Catastro. También se avanzó con la redacción del Reglamento de Copropiedad del Edificio. Todos estos trámites se fueron atrasando porque se detectaron errores en el plano de agrimensura elaborado por el Ing. Agrimensor del proyecto. Fue necesaria la actualización de dicho plano y el error generó la necesidad de compensación de precio en algunas unidades residenciales.

Se entregaron al FF Península las 56 unidades y 36 garajes que había reservado. En octubre se reservaron 2 unidades residenciales, quedando por comercializar una sola unidad residencial y el subsuelo de garajes independientes. De esta forma el 99% del proyecto estaría comercializado.

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

- **Proyecto La Caleta**

Este proyecto está ubicado en Canelones y está destinado al segmento socioeconómico medio-alto. En este caso, se proyecta el desarrollo y comercialización de la primera torre (118 unidades) y la venta del remanente de tierra en función del acuerdo preliminar a otra empresa desarrolladora.

No ha habido mayores avances de obra en el período analizado. Se actualizó la documentación a presentar ante la COMAP para iniciar el proceso de obtención de la promoción correspondiente, de acuerdo al nuevo régimen por ser de mayor beneficio al proyecto (Decreto 151/020).

Durante el tercer trimestre del año se trabajó en la documentación para efectivizar el nuevo esquema de honorarios y funciones del desarrollador del proyecto. El nuevo esquema propuesto supone que GLA estará a cargo de la estrategia comercial del proyecto (en coordinación con el Administrador) y Compass liderará los aspectos técnicos del mismo. Hasta el momento no habría habido acuerdo.

Respecto de las actividades comerciales, se realizó la construcción de un Showroom que ya está amueblado, pero se han minimizado las inversiones en marketing a la espera del lanzamiento de la obra.

La concreción y el éxito comercial de este proyecto resulta clave para este fideicomiso, por el monto de la inversión y la tasa interna de retorno esperada. Se están realizando negociaciones y según la información que dispone la calificadora no se ha podido avanzar en un acuerdo que permita confirmar que el edificio finamente se construya. Por el momento este emprendimiento no ha mostrado avances significativos.

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

Este emprendimiento está ubicado en Montevideo y consta de 268 apartamentos en sus dos torres y está dirigido al segmento de clase media. El Proyecto ya registra un 98,3% de avance económico acumulado de obra y al 30 de setiembre de 2020 ya se han reservado el 61,5% de las unidades (165 apartamentos). Al cierre de octubre se concretaron 3 reservas adicionales por lo que el porcentaje de reservas se sitúa en el 63% del proyecto.

A fines del tercer trimestre de 2020 comenzaron a entregarse las primeras unidades a compradores por lo que el edificio comenzó a operar (controles de acceso, uso de ascensores, portón vehicular, CCTV, entre otros), continuando la puesta a punto durante el cuarto trimestre y esperando finalizar el proceso antes del cierre del año. Hacia fines de octubre ya se han entregado 53 viviendas.

El proyecto consideraba una tercera torre de 73 unidades adicionales, lo que estaba sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones⁴. Como esto no se ha podido lograr y en atención a la situación del mercado inmobiliario se ha decidido no construir ese edificio y vender la tierra y el proyecto.

Según informa el operador, luego de una caída importante de la actividad comercial en los primeros meses de la pandemia, la situación comenzó a normalizarse hacia el segundo semestre del año.

- **Proyecto Julio Cesar II.**

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

Se están realizando los últimos trámites orientados a la obtención de la final de obra, el cual se espera que ocurra en breve, está pendiente la inspección y posterior aprobación de las instalaciones de extracción mecánica y ventilación de subsuelos y cocinas por parte de SIME (Servicio de Instalaciones Mecánicas y Eléctricas)

Se están realizando también las entregas de los apartamentos reservados. Quedan por comercializar las últimas dos unidades del proyecto.

- **Proyecto Chana**

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

⁴. Previo a la decisión de construir la tercer torre deberán estar reservadas al menos el 50% de las torres de la etapa 1 (cumplido), que se hayan reservado al menos el 40% de la torre 3 (no cumplido) y contar con el visto bueno del comité de vigilancia.

- **Proyecto Torre Centra**

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

El avance de obra económico de este proyecto al 30 de setiembre de 2020 es del 98,5%. Se están realizando trabajos de terminaciones al interior de los apartamentos, espacios comunes, fachadas del edificio y en el salan comercial de la planta baja. Se espera cumplir con la recepción provisoria del edificio antes del fin del año 2020.

Al cierre del tercer trimestre de 2020, el proyecto contaba con el 74% de sus unidades reservadas y, de ellas, el 94% tiene compromiso de compraventa firmados. En los primeros meses del cuarto trimestre se recibió una reserva más, alcanzando las 71 unidades reservadas. Del total de unidades reservadas, 51 fueron comercializadas por la estructura de ventas directa del Fondo, 13 provienen del canal de inmobiliarias y las restantes 6 unidades se corresponden con las unidades a canje con la empresa constructora CEAOSA y la reserva de ACSA.

Se está terminando la unidad que se utilizará como showroom que quedará pronta en el último trimestre del año 2020.

En el mes de setiembre de 2020 se comenzó con el proceso de entrega de unidades de Distrito M a sus propietarios. Al 31 de octubre ya se cuenta con un avance de entregas del 31,5% de las unidades vendidas.

- La mayoría de los proyectos adquiridos tienen como destino la producción de Vivienda de Interés Social (VIS), con excepción de La Caleta, y están situados en los departamentos de Montevideo y Canelones. La distribución de proyectos es consistente con las proyecciones asumidas en los supuestos con los que se confeccionó el flujo de fondos proyectado presentado en las planillas anexas al Prospecto de Emisión. No obstante, los plazos son mayores y los retornos son inferiores a los proyectados.
- Desde marzo de 2019 el Administrador del Fondo modificó su equipo de gestión. Tras la salida de Carlos Protasi, Sofía Gutiérrez lidera el equipo operativo del fondo.
- Al 30 de setiembre se cuenta con aproximadamente 380 unidades reservadas sobre un total de 629 unidades, por lo que se ha comercializado el 64%. Sin contar La Caleta que son 118 unidades se habría comercializado el 74% de las unidades.
- El operador informa que a pesar de la emergencia sanitaria durante el período informado se logró trabajar con una adecuada normalidad operativa. En los primeros meses de la emergencia algunos procesos se vieron enlentecidos o demorados, principalmente por el funcionamiento de entidades gubernamentales.

- En abril 2020 se presentó la modificación de Contrato de Fideicomiso ante el Banco Central del Uruguay para su autorización. El 21 de mayo se realizó la Asamblea de Titulares de los CPs para aprobar esa modificación y el 22 de junio se firma la modificación del contrato. Los principales contenidos de esta nueva modificación, que sería cuarta, son:
 - a) Cambio en el plazo del fideicomiso, pasando de 8 a 9 años. Esta modificación se sustenta en la imposibilidad de firmar nuevos contratos de obras cuyo desarrollo, excedan el plazo del fideicomiso. Estaba prevista la finalización en 2022.
 - b) Se incorpora la potestad de la Asamblea de Titulares de:
 - o Autorizar aquellos proyectos inmobiliarios que comiencen luego de 5 años del comienzo de actividades del fideicomiso.
 - o La cancelación y/o venta en bloque de cualquier proyecto en etapa de Pre-construcción o construcción.
 - o Suspender la comercialización de unidades pendientes de venta por hasta el periodo de un año.
 - c) Cambio en la composición de la reserva de construcción, agregando el endeudamiento aprobado, para componer la reserva.
 - d) Cambio en las condiciones por las cuales la Asamblea de Titulares puede sustituir al Administrador (Grupo Compass) del fideicomiso.
 - e) La posibilidad de la valuación del fideicomiso y de los certificados de participación a través de los servicios de un tercero independiente. El Fideicomiso comenzara a tener una valuación independiente de los CPs, la cual será realizada por BEVSA.
 - f) Cambio en el cálculo de la retribución del Administrador.

La modificación de contrato fue realizada para contemplar aspectos operativos y estratégicos del Fideicomiso y en acuerdo de todas las partes, Administrador, Inversores y Fiduciario.

- El administrador continúa realizando modificaciones en su equipo gerencial. Durante este período que se informa se retira María Eugenia Muniz y en su lugar como Coordinadora del Fondo Inmobiliario en Uruguay queda Virginia Molini.

3. Información analizada

La nueva información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- 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 2020⁵
- Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario, realizado por BRIC ANALYTICS, de fecha 6 de agosto de 2020.
- Entrevista al Comité de Vigilancia.
- Estados Contables del operador al 31 de diciembre de 2019
- Estados Contables Intermedios del Fideicomiso al 30 de setiembre de 2020.
- Estados Contables Intermedios de la Fiduciaria al 30 de junio de 2020.

⁵. Disponible en care@care.com.uy

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario.

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

Administrador: Compass Group Uruguay Investment Advisors

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

Títulos emitidos: Certificados de participación.

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

Moneda: Pesos uruguayos

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

Distribuciones: Anualmente según Resultados Acumulados Realizados según procedimiento establecido.

Calificación de Riesgo: BB.uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original y de la actualización de abril de 2014, descartaron cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. (www.care.com.uy).

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC intermedios al cierre del 30/06/2020 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 724.889. Esto supone un incremento algo superior al 3 % respecto al que tenía al 31/12/2019. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

| Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$) | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|
| Concepto | 30-Jun-20 | 31-Dec-19 | 31-Dec-18 |
| Activo | 808.616 | 810.023 | 705.262 |
| Activo Corriente | 239.169 | 224.515 | 261.447 |
| Activo no Corriente | 569.448 | 585.508 | 443.815 |
| Pasivo | 83.727 | 107.260 | 120.097 |
| Pasivo Corriente | 66.810 | 90.321 | 101.326 |
| Pasivo no Corriente | 16.917 | 16.940 | 18.772 |
| Patrimonio | 724.889 | 702.762 | 585.164 |
| Pasivo y Patrimonio | 808.616 | 810.023 | 705.262 |
| Razón Corriente | 3,58 | 2,49 | 2,58 |

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre intermedio de junio 2020, la firma sigue mostrando resultados positivos. En este periodo se produce una caída de los resultados operativos en relación al mismo periodo del ejercicio anterior la que se ve ampliamente compensada por el incremento de los resultados financieros.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a junio de 2020 y su comparativo con ejercicios anteriores.

| Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$) | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|
| Concepto | 30-Jun-20 | 30-Jun-19 | 31-Dec-19 |
| Ingresos Operativos | 129.301 | 142.614 | 270.520 |
| Gastos de Adm y Ventas | (108.249) | (96.383) | (204.701) |
| Resultado Operativo | 21.053 | 46.231 | 65.820 |
| Resultados Diversos | - | 120 | 245 |
| Resultados Financieros | 61.394 | 36.115 | 65.260 |
| IRAE | (15.394) | (20.228) | (28.376) |
| Resultados del periodo | 67.053 | 62.238 | 102.948 |

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos⁶.

Al 30 de junio de 2020, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

2. Compass Group Uruguay

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

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

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

En lo que respecta a su situación económica financiera, el último balance disponible, que incluye informe de auditoría independiente, fue el cerrado al 31/12/19. Los resultados han sido positivos desde su constitución. CGU viene cumpliendo con su compromiso de integración de los CP's suscriptos los que fueron vendidos al único accionista, Compass Group Holding Sa, por esa razón ya no figuran en el balance de la firma uruguaya al cierre de 2019.

⁶. En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

3. El Fideicomiso⁷

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato de fecha 10 de octubre de 2013. El 28 de julio de 2014, el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores. El 23 de setiembre de 2014, los inversores suscribieron certificados de participación por un monto total de \$ 2.100 millones (máxima emisión autorizada). En setiembre de 2019, algo más tarde que lo estimado originalmente, se completó la integración del total autorizado.

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

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

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

1. Maramax SA (proyecto La Caleta)
2. Demiluz SA (proyecto Benito Blanco)
3. Baulan S.A (proyecto Distrito M- Av. Italia, Malvín)
4. Dinegan S.A (proyecto Escollera en Ciudad Vieja)
5. Taberinos SA (proyecto Torre Centra- ACSA II)
6. Conceptor SA (proyecto Tres Cruces)
7. Verdiplan SA (proyecto Sky Blue C)
8. Framilux SA (proyecto Julio César II)

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

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

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

En los cuadros siguientes se exponen en forma resumida las principales partidas de los estados de situación patrimonial y de resultados intermedios (consolidados) del fideicomiso al 30 de setiembre de 2020.

⁷ En Nota 12 a los EE.CC se hace referencia al impacto producido por la crisis sanitaria mundial. Se menciona que hasta la fecha no se han producido cambios significativos en el valor de los inmuebles aunque sí, entrecimiento en el volumen de negocios. Esto, de mantenerse podría afectar el valor futuro de los inmuebles así como el ritmo de avance de las obras.

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso (miles de \$)

| Concepto | 30/09/2020 | 31/12/2019 | 31/12/2018 |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Activo | 3.478.996 | 3.192.319 | 2.127.123 |
| Activo Corriente | 2.116.815 | 1.977.225 | 353.759 |
| Activo no Corriente | 1.362.181 | 1.215.094 | 1.773.364 |
| Pasivo | 1.655.935 | 1.250.959 | 719.631 |
| Pasivo Corriente | 1.531.945 | 1.140.523 | 136.467 |
| Pasivo no Corriente | 123.990 | 110.436 | 583.164 |
| Patrimonio | 1.823.062 | 1.941.360 | 1.407.492 |
| Total Pasivo y Patrimonio | 3.478.996 | 3.192.318 | 2.127.122 |
| Razón Corriente | 1,38 | 1,73 | 2,59 |

Fuente: EE.CC fideicomiso consolidados

El activo corriente está compuesto básicamente por efectivo e inversiones financieras temporales así como inversiones en obras que se espera realizar en el término de un año, mientras que el activo no corriente lo constituye fundamentalmente las inversiones inmobiliarias (incluyendo obras en curso) que se espera comercializar en plazos mayores a un año. El pasivo corriente se explica fundamentalmente por ventas anticipadas de inmuebles.

El patrimonio contable al 30/9/20, según cotización de cierre (\$ 42,575), asciende a poco más de USD42.8 millones, sensiblemente menor a la registrada al 31/12/19 que fue de casi USD52 millones. Hay que tener en cuenta que, respecto a setiembre de 2019, el dólar tuvo un incremento superior a 14 % y que los inmuebles deben ser tasados a valor razonable, como todos los años, previo al cierre de 2020.

Cuadro 4: Resultados del fideicomiso (miles \$)

| Concepto | 30/09/2020 | 30/09/2019 | 31/12/2019 |
|---------------------------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| Ingreso por venta de inmuebles | 280.615 | 192.161 | 233.405 |
| Costo por venta de inmuebles | (267.217) | (144.391) | (197.969) |
| Resultados inversiones financieras | 7.850 | 389 | 6.058 |
| Resultado por valuación de inmuebles | - | - | 86.777 |
| Resultados Operativos | 21.248 | 48.159 | 128.270 |
| Gastos de Administración | (60.620) | (81.771) | (119.411) |
| Resultados Financieros | (76.171) | 2.597 | (320) |
| Resultados antes IRAE | (115.543) | (31.014) | 8.538 |
| IRAE | (2.755) | (4.157) | (34.671) |
| Resultado integral del período | (118.298) | (35.171) | (26.133) |

Fuente: EE.CC fideicomiso consolidados

Los resultados parciales del año 2020 son deficitarios; puede observarse que el costo registrado de los inmuebles vendidos es relativamente más alto que el de los periodos precedentes (95 % a setiembre de 2020 y 75 % a setiembre de 2019). Si bien se observa una sensible disminución en los gastos de administración, los resultados financieros negativos son importantes, explicado básicamente por la diferencia de cambio.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, la gestión del operador en la implementación del plan de negocios ha encontrado dificultades que, si bien, las mismas han ocasionado un entretimiento general en la marcha de los negocios. *Riesgo bajo-medio.*

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En el correr de los años se fueron presentando nuevas proyecciones a los efectos de ir adaptando las estimaciones iniciales a la realidad. El último flujo financiero aportado por el administrador fue marzo de 2020 y presentaba una TIR de 10,8%, esa tasa es menor a la aportada en anteriores actualizaciones. Esta tendencia a la reducción de la TIR esperada del proyecto ha sido una constante, consecuencia del atraso de las inversiones, algunos problemas constructivos, la desinversión de algunos proyectos y la reducción de otros.

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

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

Asimismo, CARE realizó oportunamente un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación de Monte Carlo para el proyecto original; luego las condiciones fueron cambiando.

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

Cuadro 5: Potencial total de Proyectos

| Proyecto | en unidades | | en metros cuadrados | |
|-----------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|
| | número | Porcentaje | Mts vendibles | Porcentaje |
| Escollera | 110 | 17% | 5.975 | 16% |
| La Caleta (*) | 118 | 19% | 11.948 | 31% |
| Distrito M (**) | 268 | 43% | 12.984 | 34% |
| Julio César | 23 | 4% | 1.193 | 3% |
| Chaná | 15 | 2% | 846 | 2% |
| Torre Centra | 95 | 15% | 5.137 | 13% |
| Totales | 629 | 100% | 38.083 | 100% |

(*) Proyecto aún no iniciado. Un módulo

(**) Se consideran solamente las dos torres. La tercera no se contruiría

Fuente: Administrador

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

El ritmo de ventas hasta el momento ha sido menor al previsto, habiéndose comercializado aproximadamente el 64% de las viviendas disponibles a la venta. Ese porcentaje aumenta al 74% si no se considera el proyecto de La Caleta, pero no considerar el mismo implicaría un fuerte golpe para la rentabilidad de inversión ya que ese proyecto es el más importante del portafolio y el de mayor rentabilidad esperada.

La concreción de los emprendimientos ha enfrentado dificultades: además de la aparición de algunos problemas constructivos o de planos en dos proyectos que generaron costos adicionales, y la necesidad de desinvertir en otros proyectos (Tres Cruces, Benito Blanco y Sky Blue C) por diversos motivos. Ya se ha desistido de la realización de la tercer torre del Distrito M y queda aún la incógnita de la construcción la primer torre de La Caleta (ya se desistió de la realización de las otras torres de ese proyecto).

El proyecto La Caleta se ha venido demorando sistemáticamente. Este último es un proyecto de viviendas para un sector socioeconómico medio-alto. El desarrollo de este emprendimiento, necesario para alcanzar un flujo de ingresos que permita una mínima rentabilidad, no parece imposible, aunque existen hoy en día elementos objetivos que permiten suponer que podría haber una cierta probabilidad de que no se pueda concretar o lo haga parcialmente, o de modo más diferido en el tiempo; lo que comprometería el flujo real de ingresos.

La última TIR estimada no considera la construcción de la tercera torre de Distrito M pero si supone la construcción de la Torre 1 del proyecto de La Caleta, con inicio de obra en el cuarto trimestre de 2020. El valor estimado fue de 10,8%, o sea más baja que la de marzo de 2018, que era del 12,4%, y bastante menor a la estimada y proyectada a setiembre de 2015 que fue de 25,4%. Estas tasas tienen la limitación de que refieren a pesos corrientes, por lo que debe descontarse la inflación, como se comenta más adelante.

Los criterios considerados en la actualización de 2020, y que bajo la coyuntura actual CARE considera que alguno de ellos sería difícil concreción, fueron los siguientes:

- Forma de pago proyectos ANV: 20% en el compromiso de compraventa, 80% contra la ocupación.
- Forma de pago proyectos no ANV: 30% en el compromiso de compraventa, 60% en cuotas durante la obra, 10% contra la ocupación.
- Incremento de precios en USD proyectado desde segundo trimestre 2021, promedio anual 3,5% (incremento adicional al terminar obra).
- Incremento de costos en pesos: ajustes paramétricos de obras contratadas.
- Venta de tierras remanentes de Caleta de acuerdo a opciones con GLA (desarrollador).
- Costos de construcción proyectos no ANV no lanzados: USD 1.909 por m² vendible + IVA.
- Para el proyecto La Caleta se estimó el valor del M² vendible residencial en USD 3.400 aproximadamente, considerando que en preventa el valor promedio sería de USD 2.900.

Con la base de los datos reales hasta marzo de 2020 y proyectando el resto del plazo del Fideicomiso el administrador estimó el flujo financiero y la TIR. Esta proyección supone la construcción de la primera torre del proyecto La Caleta y la venta de sus apartamentos, la obra se iniciaría en el último trimestre del año 2020. Como ya fuera comentado la concreción de este proyecto es muy importante para lograr algún resultado positivo.

En los siguientes cuadros se presentan las estimaciones del último flujo financiero aportado por el administrador y el cálculo de la TIR del proyecto.

Cuadro 6. Flujo Financiero del Proyecto a marzo de 2020

| En millones de pesos uruguayos | Años | | | | | |
|-------------------------------------|-----------|------|------|-------|------|------|
| | 2014-2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Flujo de caja de los proyectos | -475 | -83 | 831 | 1.832 | 613 | 524 |
| Otros ingresos/egresos | -1.024 | -92 | -220 | -337 | -109 | -183 |
| Flujo de caja antes de distribución | -1.499 | -175 | 611 | 1.495 | 504 | 341 |
| Aporte de capital (emisión) | 1.540 | 560 | | | | |
| Distribuciones | | | 146 | 2.376 | 345 | 539 |
| Flujo | 41 | 385 | 465 | -881 | 159 | -198 |
| Flujo Acumulado | 41 | 426 | 891 | 10 | 169 | -29 |

Fte. Administrador

Cuadro 7. Flujo de Fondos y cálculo de la Tasa interna de retorno de los CPs, a marzo de 2020

| En millones de pesos uruguayos | Años | | | | | | | | | |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Aportes de Capital (emisión) | -420 | -315 | - | -420 | -385 | -560 | | | | |
| Distribuciones | | | | | | | 146 | 2.376 | 345 | 539 |
| Flujo | -420 | -315 | - | -420 | -385 | -560 | 146 | 2.376 | 345 | 539 |

TASA INTERNA DE RETORNO DE CPs 10,8%
Fte. Administrador

El administrador informaba en la actualización de marzo que el fideicomiso comenzaría a distribuir fondos a los beneficiarios a partir del año 2020 y de acuerdo a las fechas de integración del capital y las distribuciones, la Tasa Interna de Retorno de los certificados de participación sería de 10,8% en pesos nominales. Esta TIR implica, estimando una inflación del 8,15% (inflación real punta a punta anualizada), que la tasa en pesos constantes sería del 2,17%.

A los efectos de sensibilizar el flujo, CARE analizó que ocurriría en el caso de que las distribuciones se difieran en el tiempo o que las mismas fueran menores a las proyectadas, escenarios que no se pueden descartar. Si las distribuciones se corrieran 12 meses, la TIR nominal pasaría a ser de 8,9% (0,7% real); si por otra parte las ventas fueran menores y en tanto las distribuciones bajaran un 10%, la TIR en pesos nominales pasaría a ser de 8,4% (0,2% real); y si eventualmente se dieran ambos escenarios la TIR en pesos nominales sería del 6,9% o sea un 1,1% negativa en pesos constantes.

Este flujo de fondos y la TIR esperada de acuerdo al cuadro 7, está realizado sobre la base de la venta de 629 apartamentos (considerando la torre 1 de la Caleta), así como la venta de los tres proyectos desistidos y la tierra excedente del proyecto La Caleta y la tierra de la tercer torre del Distrito M. CARE considera que es posible, pero considerando los antecedentes de los 6 primeros años, sumado a las dificultades respecto del inicio de obra en La Caleta, la probabilidad de lograrlo ofrece dudas.

2. Estimación del Costo de oportunidad del Capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁸ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

⁸ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁹.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA).

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo de mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre el rendimiento de los activos de renta variable¹⁰ y la tasa libre de riesgo).

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera el riesgo país de Uruguay (índice UBI).

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,34%, y en el momento actual cercano a cero¹¹. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 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.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,22% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,1%. En este caso, la TIR esperada del inversor en CPs es de 10,8% en pesos nominales, pero descontada una inflación promedio del período del 8,15% implicaría una TIR en pesos constantes de 2,17%, que es la que debería compararse con el costo de oportunidad del capital.

De esta forma, con la TIR real esperada actualmente para los CPs, no se estaría dando satisfacción a la comparación con este parámetro internacional.

Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los certificados de participación.

⁹. Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

¹⁰. Equity Risk Premium del S&P 500

¹¹. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros y en la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas muy bajas en el entorno de 0,6%.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros utilizados es bajo si se compara con el pasado, y esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y del riesgo país.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando todo lo desarrollado en esta sección existe incertidumbre sobre la generación de ingresos en una cuantía suficiente como para alcanzar rentabilidades aceptables. *Riesgo medio.*

Riesgo de descalce de monedas. El manejo de la liquidez se corresponde con las necesidades planificadas del Proyecto en sus respectivas monedas. *Este riesgo por tanto es bajo.*

V. EL ENTORNO

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

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

- La actualización a julio de 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 CARE¹².
- 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 exiguos, 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 conformado 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

¹² Los 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. Este fideicomiso tiene un plan de negocios a 8 años, ha tomado la decisión de posponer un poco la etapa de ventas, y si fuera necesario el plazo de finalización podría extenderse si existieran dificultades para la comercialización de la totalidad de las unidades.

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 inmigratorio. 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.

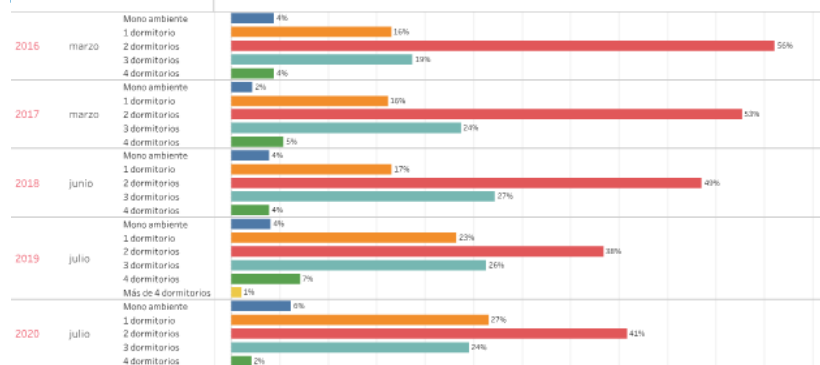
Existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente tendrán incidencia positiva en la demanda por vivienda; estos son: el avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios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

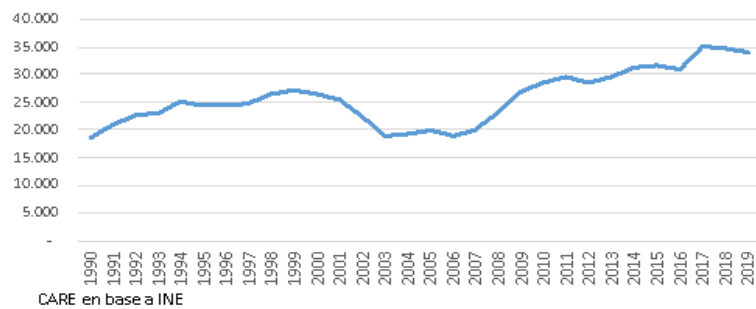
Grafica 1. Cantidad de Dormitorios demandados (%)



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.

Gr 2. Ingreso medio mensual per capita de los hogares urbanos en pesos constantes de 2019

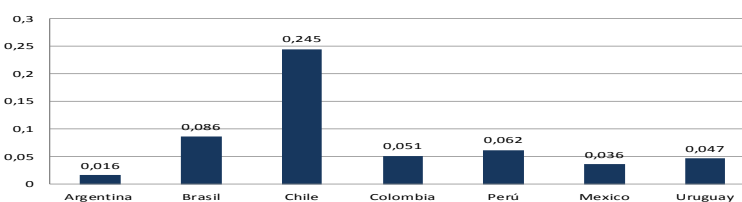


Fuente: Elaborado en base al INE.

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.

Gr. 3 Crédito inmobiliario con destino a vivienda/ PIB- 2018 (en %)



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.

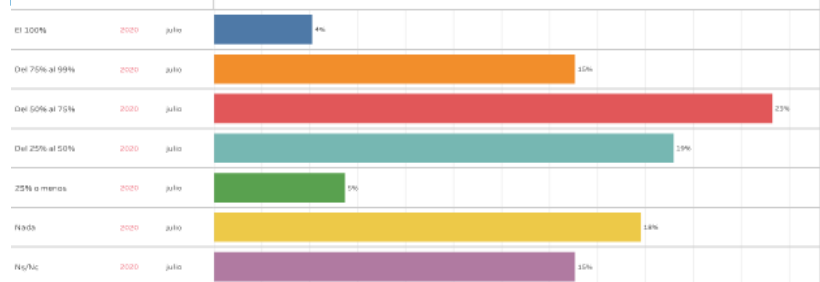


Fuente: En base a datos del BCU

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 topes 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 sitúa 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 inversión¹³.

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 de desarrollen con un adecuada revalorización se encuentra acotado, ya que más allá de circunstancias coyunturales existe una demanda real y en expansión por inmuebles del tipo de los que se construyeron en este fideicomiso. Por otra parte, la extensión de los plazos permitiría contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. *Riesgo medio bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos. 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.*

¹³ 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 administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BB. uy¹⁴ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹⁴ . **BB.uy**. Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsible en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio. Riesgo medio.**