

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

Montevideo, abril de 2020

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCION
11	II EL FIDECOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
19	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
37	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de Riesgo C. P. “Fideicomiso Financiero Peninsula Rentals”
28 - abril - 2020**

Certificados de Participación	por 442.810.000 de UI (unidades indexadas).
Distribuciones:	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's
Emisor y Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Administrador:	Peninsula Rentals SRL
Entidad Registrante:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	BEVSA
Fecha de suscripción de los CPs	27 de julio 2017
Plazo:	8 años
Administración y pago:	TMF Uruguay AFISA
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber.
	Calificación de riesgo: BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de noviembre de 2020 ¹
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Península Rentals", manteniendo la calificación BBB (uy) de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consignara en el informe jurídico que se adjuntara como anexo en la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron en su momento al proyecto.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas, incluyendo el diferimiento del plazo de inversión.
- De modo especial se evaluó oportunamente en la calificación original la capacidad de gestión de la empresa Península Rentals Uruguay S.R.L. administradora del proyecto, que resulta crucial para el mismo. Estas evaluaciones ponderan de modo significativo en la calificación realizada. La empresa ha demostrado capacidad de adaptarse a los requerimientos del mercado al modificar la Política de Inversión, para llevar adelante el proyecto.
- El proyecto planteó en el prospecto una tasa interna de retorno del 8,17% (para una emisión de 30 millones de dólares en su equivalente en UI) que fuera sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios negativos. En esta oportunidad se presenta una nueva estimación de la TIR la cual muestra para el escenario base (caprate de 5,8%) una TIR del 7,43%.
- Las modificaciones realizadas a la Política de Inversión y que fueron aprobadas por la asamblea de beneficiarios el 3 de mayo de 2018 permitieron agilizar la concreción de proyectos concretos, ya que las nuevas condiciones de negociación resultan menos restrictivas y más favorables para el negocio. No obstante estas modificaciones no pudieron concretar dentro del periodo previsto originalmente (agosto de 2019) la totalidad de las inversiones, habiendo sido necesario prorrogar por un año dicho período en una nueva asamblea de beneficiarios.
- A la fecha de la elaboración de este informe se han cerrado acuerdos de inversión en 8 emprendimientos, que involucran la adquisición de un total de 363 viviendas y 184 garajes a un monto total de poco más de 331 millones de Unidades Indexadas. De este modo, actualmente el Fideicomiso tiene comprometido el 75% del total de la emisión. En enero de 2019 se empezaron a recibir las primeras unidades y se comenzaron a concretar los primeros arrendamientos; al 20 de febrero de 2020 ya han recibido 89 apartamentos de los cuales un 96% ya están arrendados y 51 garajes de los cuales un 76% ya están arrendados.

- Como se describe en profundidad en la Sección V, la demanda para la compra de viviendas (y cualquier otro bien duradero) se venía enlentecido a partir del año 2018 como consecuencia del aumento del dólar, la fragilidad del mercado laboral, las turbulencias regionales, y las dificultades para el acceso al crédito hipotecario. Las perspectivas para 2020 seguramente profundizarán esa tendencia ya que el dólar ha mostrado un repunte muy importante y los problemas sanitarios derivados de la pandemia del coronavirus han desatado turbulencias en los mercados y en las expectativas, generado una incógnita respecto de lo sucederá con el valor de los activos en el mediano plazo. En consecuencia se siguen desacoplado los precios de compra de inmuebles con los de alquiler, lo que favorece la opción de los arrendamientos por sobre las compras. Asimismo los desarrolladores se enfrentan a una muy baja demanda por compra de viviendas, lo que se constituye también en una oportunidad para este fideicomiso. No obstante, algunos desarrolladores podrán enfrentar dificultades para cumplir con la culminación de las obras. En definitiva, la recesión que se está instalando en el país de la cual no se puede prever aún su extensión ni su magnitud, probablemente pueda tener consecuencias en el precio de los inmuebles, en el ritmo constructivo, así como en todo lo que tenga que ver con el ingreso de los hogares, vacancia, precio de los alquileres, atrasos en los pagos, etc. No obstante, por el momento habría que suponer que las repercusiones son de corto plazo y no deberían tener efectos permanentes en este fideicomiso que es a 8 años.
- La gestión del administrador es clave para aprovechar los ingresos previstos por concepto de alquileres así como por el ingreso de la venta posterior de los inmuebles (upside de precio). El upside de precio de las unidades provendrá de una eficiente negociación inicial con los desarrolladores. En los negocios concretados hasta la fecha se han conseguido rebajas sobre los precios de lista de entre el 16 el 22% según el proyecto.
- 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 cabría esperar que el cambio de administración atente contra este tipo de emprendimiento, sino por el contrario podrían esperarse intervenciones positivas en el mercado hacia la oferta de desarrollos inmobiliarios y hacia la demanda por vivienda. En este sentido, la nueva Administración de Gobierno ya elevó a consideración un Proyecto de Ley donde se intenta hacer más dinámico el mercado de alquileres. Asimismo, las nuevas autoridades ya han resuelto la eliminación los topes de alquiler y de precios de los proyectos promovidos.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en la primera calificación, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fija. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

Antecedentes

- El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los CPs a través de la inversión de los fondos a aportarse por los Fideicomitentes en:
 - (i) La compra de bienes inmuebles, ya sea tanto aquellos que estén totalmente construidos y habitables, como aquellos que se encuentren en proceso de construcción o en el pozo.
 - (ii) El arrendamiento de los bienes adquiridos, así como el arrendamiento de éstos con opción a compra;
 - (iii) Adicionalmente, el Fideicomiso podrá llevar a cabo la venta directa de los Bienes Inmuebles previamente adquiridos, o enajenar dichos bienes a plazo, siempre dentro de los límites de inversión previstos en el Contrato de Fideicomiso.
- El Fideicomiso tiene un plazo de duración de siete (7) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas del mismo. El plazo está dividido en tres períodos: período de inversión y desarrollo, de dos (2) años, un período de gestión activa del portafolio, de tres (3) años y un período de liquidación de portafolio, de dos (2) años más; estos plazos podrán ser prorrogables por iniciativa del Administrador, siempre que cuente con el voto favorable de al menos un Titular y una mayoría superior al 75% de los Certificados de Participación en circulación.
- El 27 de julio del 2017, en la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA), se suscribieron Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Península Rentals por un total de 442.810.000 Unidades Indexadas (aproximadamente 57 millones de dólares en la fecha de emisión).
- El 3 de mayo de 2018, la Asamblea de Beneficiarios a propuesta del administrador aprobó la modificación de la Política de Inversión mejorando el poder de negociación del fideicomiso frente a los desarrolladores inmobiliarios. Los principales cambios aprobados fueron:
 - Se mantiene la estrategia de compra de viviendas para lograr una participación significativa de unidades del Fideicomiso en cada proyecto con el fin de tener capacidad cierta en las decisiones de la copropiedad, a los efectos de proteger la valorización de las unidades adquiridas, pero ello necesita flexibilizar los requerimientos de preventas y la modalidad de desembolsos a los efectos de no erosionar la rentabilidad de los desarrolladores.
 - Solamente se podrán adquirir menos del 45% de las unidades del proyecto contando con la aprobación expresa del Comité de Vigilancia.

- Se acepta la posibilidad de realizar pagos extras al desarrollador durante la fase de construcción, pero en todos los casos el Fideicomiso evaluará el “trade-off” entre los beneficios de un menor precio en la adquisición de las unidades y la asunción del riesgo construcción. Refieren básicamente a topes de integración y criterios para desembolsar (avances de obra, obtención de créditos bancarios, etc.).
- Los cambios en la política de inversión del Fideicomiso lograron destrabar la ejecución del plan de negocios permitiendo en forma rápida avances importantes en 7 emprendimientos inmobiliarios.
- En el marco de los cambios en la Política de Inversión, el foco de las negociaciones está en emprendimientos que aún no comenzaron la obra, con excepción de un proyecto cuyas negociaciones se realizaron previo a los cambios y dos proyectos que tienen ya unidades terminadas.
- El 28 de diciembre de 2017 se firmó primer Pre-Acuerdo de Inversión y Boleto de Reserva por la compra de 59 viviendas y 22 cocheras de un total de 127 viviendas y 50 cocheras, en el Proyecto Met Parc. Este fue el primer acuerdo y se realizó previo al cambio en la política de inversión.
- Con fecha 7 de marzo de 2019, el Fideicomiso firmó la compraventa de las unidades del proyecto “Nostrum Centenario”, adquiriendo 14 viviendas y 13 cocheras; y en esa misma fecha se firmó la compraventa de las unidades del proyecto “Nostrum Plaza”, adquiriendo 16 viviendas y 16 cocheras. Estos dos proyectos refieren a la adquisición de unidades desarrolladas por Altius Group, motivo por el cual se debieron cumplir con una serie de requisitos específicos establecidos en el contrato de fideicomiso para este tipo de adquisiciones.
- El día 22 de mayo de 2019, se firmó Compromiso de compraventa por el proyecto “Arrayán” por la adquisición de 51 viviendas y 29 cocheras. Dicho compromiso cuenta con la aprobación del comité de vigilancia y consiste en una obra nueva a realizarse.
- El 2 de agosto de 2019 se realizó la cuarta Asamblea de Beneficiarios del Fideicomiso a los efectos de aprobar una extensión de un año al plazo para el Período de Inversión, que tenía como tope el 4 de agosto de 2019 y pasó para la misma fecha de 2020. El contrato establecía que este período sería de dos años a partir de la primera integración de capital y luego empezaría el período de Gestión Activa del Portafolio, que durará 3 años. Como se recordará fue necesario modificar la Política de Inversión en mayo de 2018 para agilizar la concreción de proyectos.

Hechos salientes del período

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

Cuadro 1.- Acuerdos de inversión cerrados al 20 de febrero de 2020

Proyecto	Barrio	Estatus	Cantidad de unidades	Cantidad de garajes	% del proyecto	Monto de la inversión	% Emisión
Met Parc	La Blanqueada	Compraventa	59	22	46%	54.221.045	12,2%
Nostrum Plaza	Tres Cruces	Compraventa	16	16	7%	16.094.937	3,6%
Nostrum Centenario	Brazo Oriental	Compraventa	14	13	10%	12.716.114	2,9%
Arrayan	Bellavista	Comp.Compraventa	51	29	72%	45.555.946	10,3%
8 de octubre	La Blanqueada	Comp.Compraventa	59	33	68%	51.032.478	11,5%
Aires de Lagomar	Lagomar Sur	Comp.Compraventa	47		100%	49.142.976	11,1%
Proyecto VIII	Barrio Sur	Pre-Acuerdo de Inv.	61	35	88%	54.237.691	12,2%
Proyecto IX	Ciudad Vieja	Boleto de Reserva	56	36	51%	48.259.508	10,9%
TOTAL			363	184		331.260.695	74,8%

Fuente: El Administrador

En octubre de 2019 se firmó el contrato de compraventa por 47 apartamentos del proyecto Aires de Lagomar que están siendo construidos por otro Fideicomiso Financiero (CasasUru). A estos efectos, se realizó con fecha 1 de febrero de 2019 una Asamblea de Beneficiarios en la cual por unanimidad y con la asistencia del 100% de los beneficiarios se aprobó la compraventa entre ambos fideicomisos. El 10 de febrero de 2020 se verificó el avance de al menos 50% de obra, con lo cual ya se ha desembolsado el 50% del precio total de adquisición. Se prevé que la entrega de unidades comience en abril.

El 17 de enero de 2020 se concretó la firma del Compromiso de Compraventa del Edificio 8 de Octubre. Se adquiere el 67% del edificio un número menor de apartamentos ya que con el aumento del dólar el desarrollador solicitó bajar en número de apartamentos a vender. La obra continúa avanzando con normalidad, de acuerdo al cronograma previsto. El pasado 30 de enero se verificó el 20% de avance, con lo cual el Fideicomiso ya desembolsó el 20% del Precio Total de Adquisición.

El 23 de enero de 2020 se firmó un boleto de reserva por la compra de 56 unidades y 36 garajes que han sido construidos por otro Fideicomiso Financiero, esa compra implicaría el 51% del edificio.

En resumen, a la fecha se han cerrado acuerdos de inversión en ocho emprendimientos, que involucran la adquisición de un total de 363 viviendas y 184 garajes a un monto total de 331.260.695 Unidades Indexadas. De este modo, actualmente el Fideicomiso tiene comprometido el 75% del total de la emisión.

Aparte de estos proyectos presentados, existen actualmente con diverso grado de avance en negociaciones otros proyectos que se conocen a partir del pipeline presentado por el administrador. Se han evaluado alternativas para la adquisición de inmuebles no residenciales, entre ellos inmuebles donde funcionan o funcionaron hoteles, inmuebles desocupados con locales comerciales alquilados en planta baja, parques logísticos, entre otros. El objetivo final es invertir el 25% de la emisión que resta comprometer en algún activo que diversifique el portafolio.

La etapa de arrendamientos comenzó a fines de enero de 2019, con la recepción de las primeras unidades del proyecto Met Parc. Posteriormente se fueron recibiendo las unidades de los proyectos Nostrum Plaza y Nostrum Centenario. A la fecha el fideicomiso ya dispone entre estos tres proyectos

de 140 apartamentos y 89 garajes, los cuales como puede observarse en el siguiente cuadro ya se encuentran en su gran mayoría arrendados.

Cuadro 2.- Situación de los arrendamientos al 20/2/2020

Ingreso alquileres real	en UI	428.662
Ingreso alquileres potencial	en UI	457.797
Apartamentos alquilados	número	124
Apartamentos alquilados	porcentaje	89%
Garajes alquilados	número	85
Garajes alquilados	porcentaje	96%
Caprate s/stock ofrecido	porcentaje	6,2%
Caprate s/stock alquilado	porcentaje	6,6%

Fuente: El Administrador

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe de Península Rentals Uruguay SRL a febrero de 2020.
- Informe especial Peninsula Rentals Uruguay SRL por Covid 19.
- Informes y entrevista con el Comité de Vigilancia.
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a diciembre de 2019 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) a marzo de 2020.
- Estados contables del Fiduciario al 30/06/2019².
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2019.

². Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere, por considerarlos más representativos, los EE. CC al cierre del primer semestre.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Península Rentals, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Península Rentals.

Fiduciario: TMF Uruguay AFISA

Administrador: Península Rentals Uruguay S.R.L.

Entidad

Representante: BEVSA

Títulos a

emitirse: Certificados de Participación.

Activos del

Fideicomiso: Totalidad de los Bienes Inmuebles (Proyectos), Contratos de alquiler y Fondos Líquidos e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.

Moneda: Unidades Indexadas en el equivalente a Pesos Uruguayos

Importe de

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

Distribuciones: Periódicamente según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido en el contrato.

Calificadora

de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo.

Calificación

de Riesgo: BBB.uy

2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas se presentó como anexo en el informe de calificación original (www.care.com.uy).

Del mismo se destaca su conclusión final:

“El negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas que sugieran el incumplimiento en el pago de los valores.”

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Uruguay AFISA en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Península Rentals Uruguay SRL en su condición de operador o administrador del proyecto.

1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscripta en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados intermedios al 30/6/19 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

Concepto	30/06/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	82.614	74.608	43.151
Activo Corriente	7.065	4.257	1.752
Activo no Corriente	75.549	70.351	41.399
Pasivo	66.814	61.016	33.069
Pasivo Corriente	66.814	61.016	33.069
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	15.800	13.592	10.082
Pasivo y Patrimonio	82.614	74.608	43.151
Razón Corriente	0,11	0,07	0,05

Fuente: EE.CC TMF

Cuadro 4: Estado de Resultados (en miles de \$)

Concepto	30/06/2019	30/06/2018	31/12/2018
Comisiones ganadas	8.022	5.026	11.532
Costo Servicios Prestados	(1.178)	(542)	(1.687)
Resultado Bruto	6.844	4.484	9.845
Gastos Administración y Vtas.	(2.752)	(2.047)	(4.502)
Resultado Operativo	4.092	2.437	5.343
Resultado Financiero	(814)	(28)	(132)
IRAE	(1.069)	(341)	(1.701)
Resultado del Periodo	2.208	2.068	3.510

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Si bien no tiene un buen indicador de liquidez (aspecto que no es novedoso) se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Al 30/6/19, TMF Uruguay AFISA administraba varios fideicomisos financieros que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía. Su actividad en Uruguay es creciente lo que se refleja en la facturación.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

2. Grupo Península

Se trata de un grupo inversor fundado en el exterior con actividades en varios países de Latinoamérica especializado en proyectos inmobiliarios para vivienda. En ocasión de la calificación original sus antecedentes fueron analizados en profundidad por lo que no corresponde reiterarlos en esta oportunidad. A modo recordatorio, se reitera sintéticamente lo expuesto oportunamente.

Península Investments Group

“Península Investments Group Inc” es una marca mixta registrada en Uruguay (entre otros) ante la Dirección Nacional de la Propiedad Industrial para las clases 35, 36, 37 y 41 con el N° MA/M/00001/00377039 a nombre de Josef Preschel y Mauricio Levitin Kirchheimer y bajo la cual se han impulsado. Fue fundada en el año 2006 por Mauricio Levitin y Josef Preschel, ambos cuentan con un MBA en MIT Sloan School of Management (Pensilvania, USA).

Desde su fundación Península organizó distintos fondos de inversión que operan en varios países de Latinoamérica administrando un portafolio de más de USD 320 millones (información a 2016).

La estrategia de inversión de Península se enfoca en identificar mercados atractivos para desarrollar proyectos de vivienda y asociarse con desarrolladores locales para ejecutar los mismos.

En Uruguay, Península tiene como socio a Altius Group quien ha desarrollado los siguientes proyectos: Bilu Carrasco, Altos del Libertador, Nostrum Avenida, Nostrum Prado, Nostrum Centenario, Nostrum Plaza, Nostrum Parque, Nostrum Mirador, Nostrum Tower y Nostrum Dieciocho. Estos proyectos, muy conocidos en plaza, se encuentran en distintos grados de desarrollo, algunos ya terminados y vendidos y otros en construcción.

Península Rentals Uruguay SRL

Península Rentals Uruguay SRL es una sociedad uruguaya creada para officiar como Administrador del Fideicomiso. Componen su directorio Carlos Mendive, Mauricio Levitin y Josef Preschel, quienes también integran el Comité de Inversión del propio Administrador previsto en su estructura. Carlos Mendive se desempeña a su vez como Chief Executive Officer (CEO) de Península Rentals Uruguay SRL. Josef Preschel y Mauricio Levitin son los creadores y directores de Península Investments Group. Mauricio Levitin también es Director de Altius Group, un desarrollador de varios proyectos inmobiliarios en Uruguay.

Sigue siendo entonces Carlos Mendive el principal responsable de llevar adelante el plan de negocio. Sus antecedentes para esta función han sido considerados satisfactorios.

Adicionalmente y como forma de reflejar el compromiso del administrador con el proyecto alineando sus intereses con los de los inversores, se comprometió a suscribir CP’s por valor de USD 1.500.000 (en UI) y mantenerlos mientras dure la vigencia del fideicomiso. El 28/7/17, en ocasión de la suscripción de CP’s, Península lo hizo con UI 17.160.000 cifra mayor a la comprometida contractualmente.

Gobernanza

Por otra parte, el contrato prevé un marco acotado para las inversiones a realizar, estableciendo límites cuantitativos y cualitativos; así como la necesidad de evitar eventuales conflictos de intereses, lo que se viene observando hasta el momento.

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

Asimismo, hay un **Comité de Vigilancia** conformado por una persona física elegida por los Titulares (**Asamblea de Titulares**) que representa la mayoría absoluta de los CPs emitidos y en circulación con derecho a voto.

Esta estructura, según informó el Administrador, se mantiene incambiada por lo que se reitera que, en opinión de CARE, da garantías suficientes al funcionamiento general de la operativa.

En cuanto a su solvencia, CARE tuvo a la vista los EE.CC de la firma al 30/9/19 y de acuerdo a los mismos, nada hace suponer la eventualidad de algún riesgo en este sentido.

Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato celebrado el 3/1/17 entre TMF Uruguay (la Fiduciaria) y los suscriptores iniciales de los valores (los Fideicomitentes). El BCU, mediante Comunicación 2017/1456 del 29/6/17 dejó constancia de la resolución de inscripción de los Certificados de Participación (CP's) en el Registro del Mercado de Valores.

La suscripción de los CP's fue realizada públicamente el 28/7/17 por UI 442.810.000 por un valor nominal de UI cada uno. De dicha cantidad Península Rentals Uruguay SRL suscribió UI 17.160.000 equivalente al 3,88 % del total. Las integraciones se vienen haciendo en régimen de "Capital Calls".

La integración inicial se efectuó el 4/8/17 con UI 3.113.005, marcando el punto de partida del denominado Periodo de Inversión que, se recuerda, era de dos años a partir de la primera integración, es decir, finalizó el 4/8/19. En tal sentido, con fecha 2/8/19 se realizó la cuarta Asamblea de Beneficiarios del Fideicomiso mediante la cual se aprobó una extensión de un año al plazo establecido que pasó a ser el 4/8/20. De esta forma, también queda establecido el periodo denominado Gestión Activa del Portafolio, 3 años una vez finalizado el Periodo de Inversión.

En el cuadro siguiente se informa el detalle de las integraciones recibidas hasta la fecha de redactar este informe. A partir del año 2018 se hicieron integraciones regularmente a medida que avanzaban los negocios. Al cierre del ejercicio 2019 se habían integrado CP's por UI 147.194.005. Posteriormente, en 2020 se efectuaron tres integraciones adicionales por un valor de UI 28.070.000 lo que hace un total al 26/3/20 de UI 175.264.005.

El saldo restante de los certificados de participación suscriptos se encuentra sujetos a integración bajo la modalidad de "Capital Calls". No se cuenta con un calendario estableciendo las próximas integraciones dado que las mismas tendrán lugar a partir de la necesidad de fondos que surja de la concreción de los diferentes negocios, los que, según se informa en otra sección, se vienen desarrollando a buen ritmo (sin perjuicio de lo comentado con respecto a la situación de crisis sanitaria y económica que se vive al momento de redactar este informe).

A continuación se informa resumidamente los estados de situación y resultados del Fideicomiso al cierre de diciembre de 2019.

Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (en miles de \$)			
Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	530.276	91.744	3.349
Activo Corriente	27.178	2.039	3.349
Activo no Corriente	503.098	89.705	-
Pasivo	1.644	7.483	5.874
Pasivo Corriente	1.644	7.483	5.874
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	528.632	84.261	(2.526)
Pasivo y Patrimonio	530.276	91.744	3.349
Razón Corriente	16,53	0,27	0,57

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

Como se informara en la sección correspondiente, en el periodo que media desde la anterior actualización se verifican numerosos negocios con distinto grado de avance (pre acuerdo; boleto de reserva, compra venta etc). En virtud de los mismos, empiezan a visualizarse en el ejercicio los primeros ingresos por arrendamientos que, se espera, se incrementen sustantivamente en el futuro inmediato.

Cuadro 6: Estado de Resultados del Fideicomiso (en miles de \$)		
Concepto	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos por arrendamiento	8.423	0
Gastos operativos	(3.414)	
Gastos de Administración	(36.623)	(34.558)
Resultados Operativos	(31.615)	(34.558)
Resultados Financieros	(225)	(443)
Resultados antes de IRAE	(31.839)	(35.002)
IRAE	13.553	-
Resultado del Periodo	(18.287)	(35.002)

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

Los resultados del cuadro precedente son consistentes con la actividad registrada por el Fideicomiso desde su creación, es decir, fue necesario extender un año la etapa de inversión por lo que aún la cartera de inversiones no está produciendo los ingresos esperados; hay que tener en cuenta que la totalidad de los inmuebles en cartera fueron adquiridos a lo largo del año 2019 por lo que el periodo de arrendamiento ha sido menor a un año en todos los casos.

Riesgos Considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo bajo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función por parte del grupo Península (tanto su filial uruguaya, su asociado en Uruguay y el grupo madre) así como la idoneidad de TMF como administrador fiduciario, se considera que la estructura administrativa propuesta está capacitada para ejecutar el plan de negocios. *Riesgo bajo.*

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

Riesgo por cambio de administrador, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del Fideicomiso es generar rentabilidad para los titulares a través de

- (i) el desarrollo de proyectos inmobiliarios en Uruguay para su venta;
- (ii) desarrollo de proyectos inmobiliarios en Uruguay para su arrendamiento, usufructo o aprovechamiento económico y posterior venta. Adicionalmente, el Fideicomiso podrá invertir en bienes inmuebles en Uruguay que por sus características, y al momento de adquisición, estén en capacidad de generar ingresos por rentas, respetando los límites de inversión previstos.

A la fecha (febrero 2020) el fideicomiso ya cuenta con 140 unidades que se le han entregado, proveniente de tres proyectos, de este total un 89% ya se han dado en alquiler y están generando renta. Hay una serie de emprendimientos en diferente grado de desarrollo que aún no se han concretado y no generan ingresos.

Los ingresos proyectados en el modelo de negocios se generan a través de cuatro componentes:

- (a) el ingreso por alquileres,
- (b) la valoración por concepto de hacer una compra eficiente,
- (c) el descuento por compra en pozo, y
- (d) la apreciación tendencial del inmueble a través de los años.

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

El Prospecto de Emisión presentó una Tasa Interna de Retorno estimada de un 8,17%.

En esta oportunidad, el administrador aporta una actualización del flujo de fondos del proyecto a febrero de 2020, con los datos reales desde la emisión hasta diciembre de 2019. Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del Fideicomiso, o sea 7 años (hasta julio de 2025).

Los principales supuestos introducidos en el modelo son:

- Precios de mercado: En esta oportunidad se cambió la metodología de estimación del valor de mercado, en el entendido que los precios publicados estarían sobrevalorados. Se ajustaron en base al Caprate (5,8%)
- Tasa de ocupación: 94%. Se asume que desde que se reciben las unidades, hay un plazo de 5 meses para alcanzar el 94% de ocupación.
- Costos operativos de gestión de inmuebles y arrendamientos: 23% de los ingresos por alquiler.

- Tasa de apreciación anual de los apartamentos: 2,5%
- Ritmo de venta: se supone que a los dos años de recibidas las unidades comienza el período de venta, que se extiende por 33 meses. En dicho período se asume un ritmo uniforme de ventas. Dado que se asume Jul-25 como fecha de finalización del fideicomiso, en el caso de los proyectos cuyas unidades son entregadas a partir de Nov-20, se asume un ritmo de venta más acelerado.
- Proyectos con obra desde cero: en estos casos se agrega al precio acordado un costo estimado por concepto de seguimiento de obra y se realiza un ajuste a la TIR por concepto de riesgo de construcción.
- Proyectos gravados de IRAE en la venta: 20% de IRAE por la diferencia entre precio de venta y precio de compra.
- Proyectos exonerados de IRAE en el 40% de los alquileres: se resta 0,2 punto de TIR.

Estos criterios utilizados en la estimación de la TIR son compartidos por CARE.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente:

Cuadro 7.- TIR del proyecto en el escenario base. Caprate del 5,8%									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de Fondos a/Imp.	-5.095.005	-31.339.000	-110.760.000	-243.111.021	54.589.020	75.311.244	148.980.113	164.027.261	84.673.829
Impuestos	-	-	-	-	1.387.960	3.609.386	6.713.084	2.444.242	192.753
Flujo de Fondos d/Imp	-5.095.005	-31.339.000	-110.760.000	-243.111.021	53.201.060	71.701.858	142.267.029	161.583.020	84.481.076
TIR estimada		7,43%							

Fuente: El Administrador

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de los alquileres así como el cumplimiento del pago por parte de los hogares inquilinos y la tasa de ocupación de cada una de las inversiones inmobiliarias. Asimismo incluye una hipótesis de valorización de los inmuebles y el incremento de largo plazo del precio de los alquileres.

Los supuestos realizados son a juicio de CARE razonables. Se incluyó una modificación en la estimación de los valores de mercado, que castigan un poco el proyecto, pero se ajustan mejor a la realidad actual. Si se hubiera considerado la valoración anterior la TIR en el escenario base sería del 8,91%; o sea superior a la establecida en el Prospecto.

En este escenario base, los precios de mercado se definen de forma tal que resulte en una Cap Rate promedio de 5,8% para todo el portafolio. Teniendo en cuenta la sensibilidad de la TIR a las variaciones de los precios de mercado, se presentaron por parte del operador dos escenarios más: en el escenario 1 se descuenta 0,3 punto porcentual el Cap Rate, resultando en un valor promedio de 5,6%, en tanto en el escenario 2 se suma 0,3 punto porcentual, resultando en un Cap Rate promedio de 6,1%. Considerando los tres escenarios, la TIR estimada se ubica en el rango 6,29% - 8,67%

En oportunidad de la calificación original y con objetivo de modelar el comportamiento esperado de la Tasa Interna de Retorno, CARE realizó un

análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis. Las variables exógenas a sensibilizar fueron la valorización del precio de los alquileres y la tasa de ocupación, esto es el nivel de aprovechamiento efectivo de los inmuebles respecto de su potencial. Se seleccionó esta variable para sensibilizar por ser la más relevante para el retorno del proyecto.

En este sentido se procedió a realizar diferentes escenarios calculándose en ambos un rango de tasas internas de retorno. Dichos escenarios son:

Escenario Pesimista. Se supuso en este caso que el caprate del inmueble sería sensiblemente inferior al proyectado y que se comportarían de acuerdo a una distribución triangular, con un valor mínimo de 1%, uno medio de 4% y un máximo de 7%. A su vez, se supuso que la ocupación sería inferior a la proyectada y que se comportaría de acuerdo a una distribución triangular, con un valor mínimo de 75%, uno medio de 90% y un máximo de 95%. Este escenario describe una tasa de retorno para el inversor con un valor mínimo de 4,6%, una mediana de 6,92% y un máximo de 8,33%.

Escenario de indiferencia. A modo de estresar aún más el modelo, CARE estimó cuál sería el ingreso del Fideicomiso de "indiferencia" o mínimo. Este sería el pago del capital y el mantenimiento de los costos del Fideicomiso. Una de las posibilidades para que el Fideicomiso obtenga una TIR igual a cero, sería que el Fideicomiso vendiese el total de las unidades en el mismo valor que fueron compradas y el cap rate obtenido de las inversiones fuese del 3% en todo el período. Este escenario improbable se daría bajo una hipótesis de una inadecuada gestión del Administrador y con una coyuntura macroeconómica disruptiva en todo el período.

3. Rentabilidad estimada de los proyectos avanzados.

En la medida que se van comenzado a cerrar los proyectos, empieza a generarse información real a los efectos de ir contrastando con las proyecciones. Una vez que se van comprando las unidades y se vuelcan al mercado, se empieza a generar información más ajustada y real respecto a los descuentos que se obtienen en las compras de unidades, así como también el caprate que se obtiene al ponerlas en alquiler; queda solamente la incógnita de cuál será la valoración de los inmuebles una vez que éstos se pongan en venta.

En el cuadro siguiente se presenta una estimación de la rentabilidad esperada para cada uno de los proyectos. La principal incógnita pasa a ser la revalorización de las unidades, ya que los descuentos obtenidos ya responden a situaciones reales y los caprates que se están obteniendo también están resultando ajustados a las previsiones del prospecto.

Cuadro 8.- Estimación de la rentabilidad por Proyecto

Proyecto	Caprate (*)	TIR del proyecto (**)	Descuento estimado
Met Parc	6,7%	10,2%	11 a 19%
Nostrum Plaza	6,5%	13,0%	13,7 a 21,9%
Nostrum Centenario	6,6%	10,5%	10,5 a 18,7%
Arrayan	6,3%	8,6%	6,8 a 15%
8 de octubre	7,4%	13,0%	18,1 a 25,3%
Aires de Lagomar	6,5%	11,8%	18,3%
Proyecto VIII	7,6%	14,9%	21,1 a 28%
Proyecto IX	7,1%	15,8%	17,8 a 25,1%
PROMEDIO	6,9%	12,2%	20,0%

Fuente: El Administrador

(*) arrendamiento anual/precio de compra

(**) no consider los costos del fideicomiso

El ingreso por arrendamientos en relación a los valores de compras se están ubicando en el entorno del 7% y las rebajas en las compras con respecto a los precios de lista se ubican aproximadamente un 20% por debajo.

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

En el correr de los próximos meses el fideicomiso recibirá aproximadamente más de 60 unidades. Ante un escenario que se avizora recesivo de la actividad económica y por tanto de los ingresos de los hogares, la estrategia de comercialización en estos proyectos según informa el administrador, será ofrecer las unidades a precios de mercado y sacrificar velocidad de alquiler. En principio, la estrategia no se basará en una reducción del precio de alquiler, en la medida que eso condicionaría los contratos hacia adelante: con un precio inicial muy bajo, en un futuro escenario económico más estable, sería difícil realizar ajustes de alquiler sin quedar por debajo del precio de mercado. La estrategia parece consistente siempre que no se extienda demasiado en el tiempo, ya que si las dificultades de comercialización se mantienen podrían llegar a afectar la rentabilidad del proyecto

Asimismo, y como consecuencia de la recesión económica, se identifica un riesgo en cuanto a la capacidad de respuesta de los sistemas de garantía ante una situación de aumento del desempleo y reducción de la capacidad de pago de los hogares de forma repentina y generalizada. Actualmente, el 38% de las unidades alquiladas por el Fideicomiso cuentan con garantía de Contaduría General de la Nación (CGN), 34% con garantía de ANDA, 27% tienen garantía de Porto Seguros y 1% de Seguros Sura. Estas garantías que mitigan el riesgo se estima que en principio se mantendrían en el tiempo y que también en principio no habría que suponer efectos sobre el flujo futuro de ingresos.

4. Estimación del Costo de Oportunidad del Capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran³ 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:

³ 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 mercado⁴.

rf: tasa libre de riesgo

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 variable 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 cero⁵. 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 0,62, 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 5,85%. Este valor es inferior a la TIR estimada para la última actualización. 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.

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.

⁴. Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

⁵. El rendimiento de los bonos por la coyuntura del coronavirus y la crisis mundial ha bajado fuertemente.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios planteado en el Proyecto, el avance del mismo y el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma de los compromisos de adquisición, de construcción y de alquiler, *se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. *Este riesgo por tanto es bajo.*

V. EL ENTORNO

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

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

- La actualización a diciembre de 2019 de la investigación periódica que realiza RESEARCH Uruguay contratada por CARE, con el objetivo de analizar especialmente la demanda de bienes inmobiliarios entre las personas que buscan o buscaron viviendas en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- La actualización a marzo de 2020 del Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) realizado por el Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette para CARE⁶.

Ambos documentos fueron realizados previo a las medidas extraordinarias que se han ido tomando a nivel nacional e internacional para contener la pandemia del coronavirus que se ha instalado a nivel global en el primer trimestre de 2020 y que han afectado notoriamente la actividad económica nacional y mundial. La evolución de la pandemia es altamente incierta y, en consecuencia, también lo son las medidas de contención futuras, su duración e impacto en la actividad económica futura.

En este contexto habrá mayor incertidumbre en el valor de los activos, en la evolución del dólar, en las perspectivas del salario real, el empleo, etc., todos esos elementos que contribuirán a enfriar un mercado, que como se verá ya venía con dificultades. Más específicamente, la recesión que ya se ha instalado, y que no se sabe cuánto podrá durar, probablemente podría tener consecuencias en el precio de los inmuebles en dólares y en el ritmo constructivo, así como también en todo lo que tenga que ver con el ingreso de los hogares, vacancia, precio de los alquileres, atrasos en los pagos, etc. No obstante, se parte de la base de que esta recesión sería acotada en el tiempo y sus efectos no serían permanentes ya que el fideicomiso tiene un plan de negocios a 8 años.

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

1. Mercado inmobiliario: oferta y demanda

a. La oferta de inmuebles

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 8% del PBI y ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en importantes compras de campos agropecuarios y construcciones destinadas al sector Premium y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, concomitantemente con una expansión moderada del crédito bancario sectorial. Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2018) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado con volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración de proyectos nuevamente en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece a partir del mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, ya que el mercado de inversiones inmobiliarias en Uruguay sufrió fuertemente el impacto de la devaluación en Argentina y se espera que empeore con la coyuntura actual de 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, ya que los emprendimientos inmobiliarios se desarrollaban básicamente en las zonas Premium. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS.

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

colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida.

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

Estos datos ratifican que la medida de política pública fue acertada y otorgó estímulos en un segmento del mercado que lo demandaba.

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, por lo que este factor no va a incidir en la demanda por viviendas.

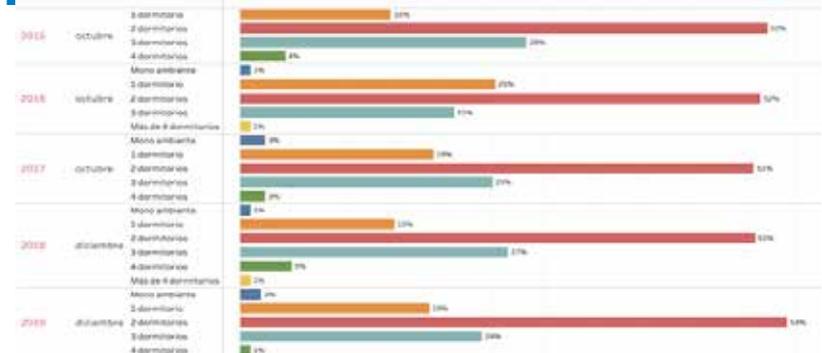
No obstante, existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente sí tendrán incidencia positiva en la demanda por vivienda. El avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y el incremento de la inseguridad, han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda. Esto genera una disociación entre el stock y la demanda por vivienda. En el año 2011 el 24% de los hogares estaban habitados por una sola persona mientras que en 1996 era el 17% (Censos de Población y Vivienda). En el sentido inverso, en 1996, la familia "tradicional" (hogar biparental con hijos) representaba valores cercanos al 40% de los hogares mientras que en el último Censo representó un 28,5%. En

lo que respecta a la fragmentación de los hogares, Uruguay presenta la mayor proporción de hogares unipersonales de América Latina, evidenciando valores comparables con ciudades europeas.

Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas cada vez más reducidas y en la franja costera el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. De cada tres nuevos hogares, dos son unipersonales. La nueva oferta edilicia muestra un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Mientras que en la década del noventa, el promedio oscilaba valores de 2,5 dormitorios por vivienda, en la actualidad ese promedio se redujo a apenas 1,7. Esta reducción se verifica también por el aumento de las unidades monoambiente.

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

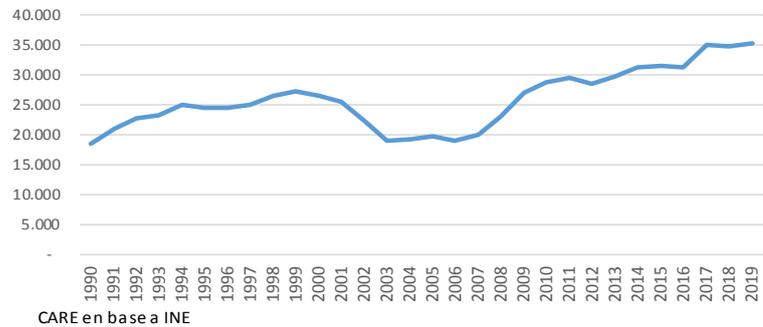
Grafica 1. Cantidad de Dormitorios demandados (%)



Fuente: RESEARH, Encuesta diciembre de 2019

El ingreso de los hogares ha venido creciendo en los últimos 15 años después de la caída producto de la crisis económica y financiera de 2002. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado. No obstante, ese crecimiento se ha atenuado y sumado a un desempleo que en el mes de febrero de 2020 se ubicaba en un 10,5%. 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

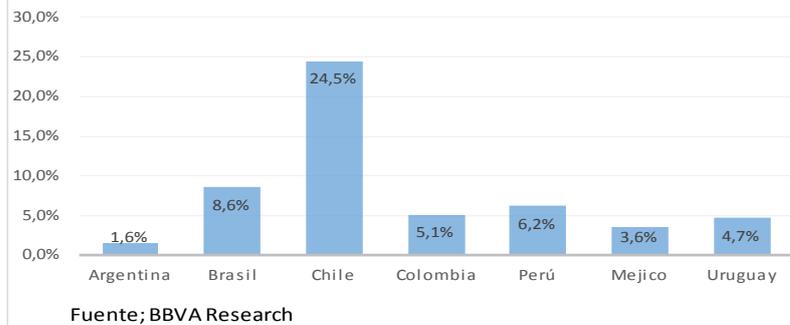


Fuente: Elaborado en base al INE.

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 PBI, en Latinoamérica dicho indicador se ha mantenido por debajo del 10%, con excepción de Chile y México. La gran volatilidad macroeconómica, combinada con episodios de alta inflación o hiperinflación, que ha experimentado la región en el pasado, han repercutido negativamente en el crédito hipotecario, ya que el mismo se concentra en operaciones de largo plazo.

Gr. 3. Crédito inmobiliario con destino a vivienda en relación al PBI. Año 2018 (en porcentaje)



El coeficiente crédito hipotecario/PBI en el Uruguay es reducido en relación a la región. En la actualidad, considerando el promedio del saldo de colocaciones bancarias de la rama “crédito para familias para la adquisición de viviendas” con respecto al PBI del año 2018, el porcentaje es del 4,7%, el que se considera exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%.

Según información del Banco Central del Uruguay (BCU), actualmente el crédito hipotecario a las familias (stock) se ubica en el entorno de los 2.600 millones de dólares y el crédito al sector construcción se sitúa en los 300 millones de

dólares (flujo). Estas variables, al estar nominadas mayoritariamente en UI, tienen oscilaciones producto de los cambios en el tipo de cambio, además de las endógenas.

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

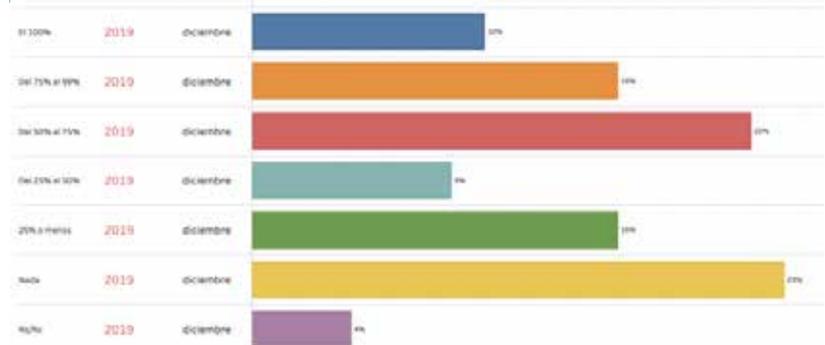


Fuente: En base a datos del BCU

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 48% 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. Encuesta, Diciembre 2019

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 \$ 111.000 líquidos mensuales por núcleo familiar (ver Gráfica 6). Según datos del INE, este último monto es un 50% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano y solamente alcanza al 10% de los hogares del país.

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 2018.

Fuente: Research y Briq analytics. Diciembre 2019

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.

En esta coyuntura sanitaria con una economía en recesión y pérdida de empleo, mientras esto se mantenga, la demanda por créditos de largo plazo, seguramente se debilite aún más.

o Factores que inciden en la demanda por inversión

Si se analiza la demanda por inmuebles por motivo inversión, las variables que más inciden son **la tasa de interés real y los flujos de capital**.

Un factor cualitativo que afectó positivamente la demanda inmobiliaria por inversión en el país fue la inestabilidad del mercado financiero en Uruguay (crisis 2002) y en el mundo (crisis 2008). Tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron vendiendo productos financieros globales para posicionarse en activos inmobiliarios domésticos. Hasta el 2017 las tasas de interés habían permanecido bajas (y hasta negativas en términos reales), luego empezaron a subir y en consecuencia los flujos de capital hacia los países emergentes comenzaron a reducirse. Actualmente la economía mundial está sintiendo las dificultades en terrenos geopolíticos. El proceso del Brexit, la guerra comercial, los problemas sanitarios, conspiran contra los buenos resultados económicos globales. No obstante, la situación de los países emergentes en general, podría verse beneficiada de esta incertidumbre en los países desarrollados. En particular, el regreso de las tasas de interés bajas, podrían traer dinero barato para estas latitudes.

Según los resultados de la encuesta de Research, un 7% de los entrevistados buscó vivienda por motivo inversión en el último trimestre de 2019 y el 16% buscará en el corto plazo. A su vez, la población que busca invertir en vivienda, se encuentra mayoritariamente entre los mayores de 41 años, representando un 19% de los entrevistados. A modo de síntesis, la demanda de vivienda para uso final está en aumento y se acumula debido a que muchas familias no concretan la compra o el alquiler; mientras que la demanda para inversión, se ha mantenido en niveles similares a los de las encuestas anteriores.

o Evolución de los precios

El precio del metro cuadrado de vivienda expresado en dólares para la venta de vivienda nueva ha aumentado disminuido levemente este último año (0,5% de caída según el informe de Bric Analytic). Sin embargo, dicho precio expresado en valores constantes se ha mantenido sin variaciones. La coyuntura actual encuentra un mercado de compraventa donde la oferta y la demanda están desencontrados. Los precios que esperan obtener los propietarios y los que están dispuestos a pagar los promitentes compradores están cada vez más separados.

Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más eficiente con la unidad indexada/unidad reajutable que con el valor del dólar. Esto se debe a que,

(i) la vivienda es un bien No Transable y por lo tanto se determina por la demanda y oferta doméstica, no arbitrando con inmuebles de terceros países, y

(ii) aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables y que se transan en moneda local. En el único momento donde el valor oscila de forma importante, es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como el de julio de 2002).

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

o Mercado de los alquileres

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

Gráfica 7. Precio de venta y alquiler. Montevideo



Fuente. Briq Analytics Diciembre 2019

Para el caso de Uruguay en particular, el acceso a la vivienda parece ser más dificultoso en términos comparativos con otros países de la región, ya que el 40% de los hogares no es habitado por sus propietarios. Para el promedio del país la proporción de hogares inquilinos es del 17%, siendo el caso de Montevideo el departamento con un porcentaje más alto alcanzando a un 23%.

El mercado de alquileres en Montevideo se concentra sobre la zona central del departamento, donde se ubica la mayor parte de los nuevos emprendimientos inmobiliarios.

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

o Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios

Corresponde analizar la evolución del valor de los inmuebles. A continuación se presentan dos diferentes metodologías teóricas que tienen por objeto estimar la evolución futura de los precios de los inmuebles.

- (a) En moneda constante doméstica, el precio de los inmuebles (en promedio) tiende a crecer en el largo plazo una cifra similar a lo que creció la economía en promedio, menos una depreciación teórica. Como generalmente las transacciones de los inmuebles se expresan en dólares, a este factor hay que sumarle la pérdida del valor del dólar promedio anual y restarle una depreciación por uso. A su vez, se podría suponer una tasa de depreciación de 2% si asumimos una vida útil del inmueble de 50 años.
- (b) Otra alternativa de razonamiento sería observar la evolución del ICC (índice del costo de la construcción) en dólares corrientes restándole la tasa de depreciación antes mencionada para el mismo período (1985-2015). Este índice captura la evolución del costo de reposición del inmueble en cuestión.

Los resultados de la aplicación de estos modelos teóricos muestran que considerando la opción

(a) la tasa del aumento del valor en dólares sería del 3,5%, mientras que en la opción

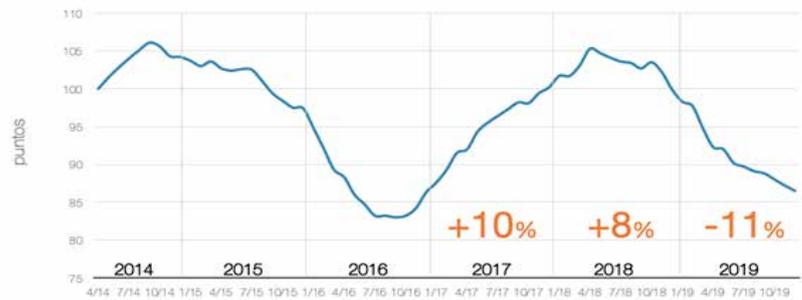
(b) sería del 4,7% promedio anual.

o Aproximación al mercado de compraventas.

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

El ITP en pesos constantes ha mostrado un leve retroceso, retomando la tendencia registrada desde el segundo semestre del 2018 tras la crisis financiera evidenciada en Argentina, que generó un marcado deterioro al clima de expectativas domésticas. El Índice de Confianza del Consumidor realizado por la UCUDAL y Equipos Consultores registró una caída de 1 punto, consolidándose en la zona denominada de "neutralidad", lo que deja en evidencia que el consumo no logra dinamizarse, como consecuencia de las acciones de los consumidores más pesimistas que realizaron ajustes a la baja en su predisposición a gastar. Esta situación se evidencia aún más, cuando se analiza el Índice de Confianza del Consumidor de bienes durables donde se representa la confianza en el consumo de bienes durables (como son los inmuebles), donde se registró un retroceso de 3 puntos, a partir de la caída fundamentalmente de la predisposición a la compra de vivienda y automóviles. La pérdida de confianza se ha visto alentada por el aumento del Tipo de Cambio y el importante deterioro del contexto macroeconómico, particularmente de Argentina. Asimismo, el índice de operativa inmobiliaria evolucionó de forma idéntica que las anteriores variables. Este indicador evidencia una fuerte caída en las operaciones inmobiliarias en el transcurso del 2019.

Gráfica 8. Índice de operativa inmobiliaria Briq Analytics



Fuente: Briq Analytics

En resumen

Para el corto plazo, cabe esperar un mercado inmobiliario relativamente deprimido, con tendencia al enfriamiento en materia de compradores los que estarán a la espera de lo que ocurra con el tipo de cambio, con la región, con las tasas de interés internacionales y por supuesto habrá que esperar lo que finalmente ocurra con los efectos de la crisis sanitaria. El escenario actual es complejo ya que la actividad inmobiliaria estaba enlentecida y ya había una alta disociación entre el valor de los inmuebles entre el propietario y el que está buscando. El propietario del activo no baja el precio ya que no tiene ninguna alternativa de inversión sustituta, solo se están realizando las transacciones de los agentes que están obligados a vender. Esto hace que las transacciones fueran exiguas; la pandemia y las medidas asociadas enfrían aún más el panorama y probablemente habrá que esperar a ver como se pasa esta crisis y cómo evolucionan luego las variables.

Cabría esperar entonces un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, ya que los compradores se mostrarían muy cautelosos de asumir compromisos de largo plazo, ya que las principales señales respecto de las expectativas son negativas en el corto plazo.

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

La financiación de la producción como de la adquisición de vivienda para esta franja socioeconómica era un cuasi monopolio del sector público (BHU, MEVIR, las Intendencias Municipales y el MVOTMA).

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. En este sentido no cabría esperar que el cambio de administración atente contra este tipo de emprendimiento, sino por el contrario deberían generarse intervenciones “amigables” en el mercado hacia la oferta de desarrollos inmobiliarios y hacia la demanda por vivienda. En este sentido, la nueva Administración de Gobierno ya elevó a consideración un Proyecto de Ley donde se intenta hacer más dinámico el mercado de alquileres. Asimismo, las nuevas autoridades han eliminado los topes de alquiler y los valores de las viviendas promovidas.

En lo que respecta a las políticas públicas, por el momento no cabrían 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 están adquiriendo 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. Entretanto, la opción de alquiler en la actual coyuntura resulta en una alternativa favorable. *Riesgo medio bajo.*

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Por Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

⁷ **BBB (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**