

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

*Montevideo, mayo de 2020*

---

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
12	II EL FIDUCIARIO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
14	III LA ADMINISTRACION
19	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LOS CPs DEL FIDEICOMISO FINANCIERO  
FONDO COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I  
27-mayo-2020**

<b>Plazo :</b>	8 años.
<b>Monto de Emisión:</b>	\$ 2.100.000.000
<b>Fecha de primera emisión</b>	en setiembre de 2014.
<b>Administrador:</b>	Compass Group Uruguay Investment Advisors
<b>Fiduciario:</b>	República AFISA
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
<b>Fideicomitentes:</b>	Suscriptores iniciales de los CP's
<b>Entidad Representante y Registrante:</b>	BEVSA
<b>Administración y pago:</b>	República AFISA
<b>Vigencia de la actualización:</b>	hasta el 30 de noviembre de 2020
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber
<b>Calificación de riesgo:</b>	BB.uy
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

## Resumen General

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

Este ligero cambio en la nota se basa, sin perjuicio del desmejoramiento general y sectorial, en la duda creciente sobre la posibilidad de alcanzar una TIR aceptable, esto fundado en dificultades en concretar los diferentes planes de negocio que se ha propuesto el operador, ya cerca del término del Fideicomiso, en particular los referidos a la concreción de las inversiones de mayor incidencia en la rentabilidad.

El Fideicomiso ha mostrado dificultades diversas y atrasos en la concreción de los proyectos. Hoy en día la rentabilidad global de la inversión se ha concentrado en el éxito de los dos más grandes, uno de ellos con importantes avances y otro que aún no ha iniciado y sobre el cual persisten dudas acerca del potencial desempeño ya que su comercialización puede encontrar dificultades en la actual coyuntura. Ambos proyectos han debido reducirse respecto de su proyección original.

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 original.
- 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<sup>1</sup>.
- 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. Según el Administrador y confirmado por el Comité de Vigilancia, el proyecto más importante (La Caleta), estaba originalmente orientado al mercado argentino y éste atraviesa por una coyuntura económica que ofrece dudas a la concreción de negocios en nuestro mercado para el corto plazo.
- 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 deberá 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.

<sup>1</sup>. (Ver [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy))

- La TIR global para los certificados de participación a marzo de 2020, en base a las proyecciones realizadas por el Administrador sería de 10,8% en pesos uruguayos. Descontada la inflación estimada del periodo (8,5%) estaría generando una tasa de interés real del entorno al 2,1%. Es menor a la estimada en el prospecto y también más baja que las presentadas en las estimaciones más recientes. Si bien es positiva en términos reales, CARE entiende que existen dudas respecto del cumplimiento de los supuestos utilizados, que suponen la concreción de la primer 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.
- La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos fue una medida acertada, no obstante la situación económica nacional y particularmente la regional atentan contra el éxito de esta estrategia. Por su parte, el agravamiento de esta situación como consecuencia del Covid 19, agrega mayores incertidumbres.
- Como se describe en profundidad en la Sección V, la demanda para la compra de viviendas (y cualquier otro bien duradero) se venía enlenteciendo 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 aumento importante y los problemas sanitarios derivados de la pandemia del coronavirus han desatado turbulencias en los mercados y en las expectativas, generando una incógnita respecto de lo que sucederá con el valor de los activos en el mediano plazo. 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 va a tener consecuencias en el precio de los inmuebles y en el acceso al crédito, así como en todo lo que tenga que ver con el ingreso de los hogares (la propensión a endeudarse, en el precio de los alquileres, vacancia, atrasos en los pagos, etc.). Este Fideicomiso tiene un plazo de 8 años y va hasta 2022, fecha en la cual probablemente sigan algunos efectos de la situación actual.
- El público objetivo al que está mayoritariamente dirigida la campaña de comercialización de las unidades de vivienda presenta una demanda no satisfecha. Según se destaca en el informe sectorial actualizado a marzo 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 de demanda realizada por Research International Uruguay, a diciembre de 2019 que permiten fortalecer las conclusiones. No obstante, la demanda encuentra dificultades para la compra como señala el informe, que se agravaron fuertemente luego de la devaluación y la actual recesión de la economía. 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. No obstante, esa demanda también enfrenta dificultades en la actual coyuntura.

- 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. 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 de los topes de alquiler y de precios de los proyectos promovidos, así como también han dictado con fecha 29 de abril un decreto con beneficios a proyectos inmobiliarios de gran porte.

## 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://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 noviembre de 2020. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

### 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

#### Antecedentes

Los proyectos en ejecución son 6: Distrito M (dos torres), Escollera, Julio Cesar II, Torre Centra, Chaná y La Caleta (iniciando), Los que totalizan 629 unidades a ser vendidas.

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

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos al 30 de marzo 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 realizó la presentación del Permiso de Construcción ante la Intendencia de Montevideo. Se está trabajando en la entrega de las unidades; hay 50 unidades ya ocupadas, resta entregar una unidad reservada y se firmó un boleto de reserva con otro Fideicomiso por un paquete de 56 unidades y 36 garajes. De esta forma el 97% del proyecto estaría comercializado.

Se detectaron errores en el plano de agrimensura elaborado por el Ing. Agrimensor del proyecto. Se realizó la actualización de dicho plano y de los materiales comerciales basados en tal documentación. El error generó la necesidad de compensación de precio en algunas unidades residenciales.

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.

Se ha culminado con la construcción del muro colado y se espera firmar en el primer semestre del año el acta de recepción definitiva. Asimismo, se realizó la adjudicación formal del contratista principal luego de la aprobación del Comité de Inversiones y se continúa negociando con la empresa Campiglia Construcciones detalles finales de la versión del contrato.

Respecto de las actividades comerciales, se realizó la construcción de un Showroom que ya está amueblado, pero se han minimizado las inversiones en marketing, en atención a la situación actual (recesión, caída de la demanda, emergencia sanitaria). Al menos 5 clientes con reservas en el proyecto decidieron rescindir el acuerdo en forma unilateral.

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. 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 83% de avance económico acumulado de obra y al 31 de marzo de 2020 ya se han reservado el 59% de las unidades (158 apartamentos).



El proyecto consideraba una tercer torre de 73 unidades adicionales, lo que estaba sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones<sup>2</sup>. 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, se han reducido las acciones de marketing y promociones como consecuencia de la situación actual. También en este proyecto algunas reservas se han caído.

- **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 durante el primer semestre de 2020. Se están realizando también las entregas de los apartamentos reservados. Quedan por comercializar 4 unidades.

- **Proyecto Chana**

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

- **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 31 de marzo de 2020 es del 86%.

Se ha logrado un avance importante en el proceso de comercialización, ya que al final del primer trimestre de 2020 había reservadas 70 unidades que representan el 74% de la oferta; ya hay 63% de las unidades con compromisos de compraventa firmados. 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.

- 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.
- Se realizó un nuevo ajuste en el organigrama del Fondo de Desarrollo Inmobiliario Uruguay I, responsable de la gobernanza del Fideicomiso. Este ajuste se realizó a los efectos de ejecutar los cambios propuestos en la última modificación del contrato de Fideicomiso. Los principales cambios, que ya se

<sup>2</sup>. 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.

comentaron en extenso en anteriores calificaciones, refieren a mejoras en el control de las contrataciones, aumentar las exigencias necesarias para la adquisición de nuevos proyectos y la extensión por un año más del período de inversiones (8 años). En este marco, 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.

### Hechos salientes del período

- El Administrador informa que al 31 de marzo se cuenta con aproximadamente 369 unidades reservadas sobre un total de 629 unidades, por lo que se ha comercializado el 59%. Sin contar La Caleta que son 118 unidades se habría comercializado el 72% de las unidades.
- Desde el mes de marzo y ante la Emergencia Sanitaria decretada en el país a causa de la Pandemia del COVID-19, la operativa del Fideicomiso debió ajustarse a la coyuntura buscando el normal funcionamiento de los procesos, varias causas de fuerza mayor impactaron en su habitual desempeño:
  - Retraso en las obras derivado de la licencia excepcional de la construcción.
  - Afectación de la cadena de suministros de obra, especialmente los importados.
  - Cierre o reducción de actividad en entidades públicas (Registro Notarial, Catastro, Caja Notarial, Intendencias, etc.), que atrasaron trámites.
  - Cierre temporario de puntos de venta de los proyectos, menor inversión en marketing ante una demanda muy disminuida.
- Como consecuencia de los hechos recientes derivados de la devaluación del peso y de la recesión consecuencia de la pandemia del coronavirus, el Administrador informa que se postergó el inicio de la construcción del proyecto de La Caleta. El ritmo de ventas esperado tanto para Caleta como para el resto de los proyectos del fondo se enlenteció, afectando el cumplimiento de la Reserva de Construcción que debe tenerse al momento de iniciar la obra. Se está realizando un monitoreo constante del mercado inmobiliario y de las condiciones que permitan reactivar el comienzo de la obra.
- Se tomó la decisión de proponer la finalización del acuerdo de comercialización con Fortune, en el proyecto La Caleta, dado el no cumplimiento de los hitos comerciales acordados. Se espera definir en conjunto con el Comité de Vigilancia y el desarrollador cuál será la estrategia comercial del proyecto y operación del punto de ventas.
- Respecto a la Torre 3 del proyecto Distrito M, el administrador informa que por el momento queda suspendida su inversión dado el no cumplimiento de los hitos condicionantes de su realización. Se buscarán alternativas de desinversión de dichos metros y se evaluará la posibilidad de suscribir esta torre bajo la nueva normativa de ANV para Vivienda de Interés Social reglamentada al comienzo del año 2020.

- Durante el primer trimestre de 2020 se firmó el Boleto de Reserva y se acordó el modelo de Compromiso de Compraventa correspondiente a la enajenación del paquete de 56 unidades (50,9% del proyecto) y 36 garajes del proyecto Escollera, por parte de otro Fideicomiso. Asimismo, se presentó el borrador del Reglamento de Copropiedad y la información solicitada para comenzar el proceso de Due Diligence solicitado por la parte promitente adquirente (faltando la modificación del permiso de construcción).
- Se logró finalmente en el proyecto Tres Cruces la resolución por parte de la IMM del mayor aprovechamiento y la Promoción por parte de la ANV, por lo que correspondía presentar el Permiso de Construcción. Se solicitó prórroga a la espera de los cambios en la normativa de Vivienda de Interés Social –que se efectivizaron a principios de 2020- ya que se estima más beneficiosa para este proyecto. Se realizaron reuniones con desarrolladores del mercado para desinvertir el proyecto.
- Se está trabajando en una propuesta de modificación del Contrato de Fideicomiso abarcando distintos aspectos. Uno de ellos refiere a la modificación del Honorario del Administrador. En abril 2020 se presentó la modificación de Contrato de Fideicomiso ante el Banco Central del Uruguay para su autorización. En cuanto se obtenga la misma, se convocará a la Asamblea de Titulares de Certificados de Participación para la votación correspondiente.

### 3. Información analizada

La nueva información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) a marzo de 2020<sup>3</sup>.
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a diciembre de 2019 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada por CARE
- Informes trimestrales del Administrador, el último al 31 de marzo de 2020
- Entrevista al Comité de Vigilancia.
- Entrevista con el Administrador y visitas a los proyectos
- Estados contables del operador al 31 de diciembre de 2018
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019.
- Estados Contables de la Fiduciaria al 31 de diciembre de 2019.

<sup>3</sup> Disponible en [care@care.com.uy](mailto: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

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario.
<b>Fiduciario:</b>	República Administradora de Fondos de Inversión (en adelante República AFISA).
<b>Administrador:</b>	Compass Group Uruguay Investment Advisors
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos
<b>Importe de la Emisión:</b>	\$ 2.100.000.000 (pesos uruguayos dos mil cien millones) con integración diferida según contrato de fideicomiso en cláusula 10.1.
<b>Distribuciones:</b>	Anualmente según Resultados Acumulados Realizados según procedimiento establecido.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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](http://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 al cierre del 31/12/2019 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 702.762. Esto supone un incremento del orden del 20 % respecto al que tenía al 31/12/2018. 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.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-19</b>	<b>31-Dec-18</b>	<b>31-Dec-17</b>
<b>Activo</b>	<b>810.023</b>	<b>705.262</b>	<b>637.392</b>
Activo Corriente	224.515	261.447	249.236
Activo no Corriente	585.508	443.815	388.155
<b>Pasivo</b>	<b>107.260</b>	<b>120.097</b>	<b>81.887</b>
Pasivo Corriente	90.321	101.326	57.829
Pasivo no Corriente	16.940	18.772	24.058
<b>Patrimonio</b>	<b>702.762</b>	<b>585.164</b>	<b>555.505</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>810.023</b>	<b>705.262</b>	<b>637.392</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,49</b>	<b>2,58</b>	<b>4,31</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre del ejercicio 2019, la firma sigue mostrando resultados positivos, en este caso muy superiores a los exhibidos en el ejercicio anterior. Particularmente se muestra un importante incremento en los resultados operativos, producto fundamentalmente de menores costos administrativos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a diciembre de 2019 y su comparativo con ejercicios anteriores.

## Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Ingresos Operativos	270.520	290.623	270.590
Gastos de Adm y Ventas	(204.701)	(283.795)	(225.274)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>65.820</b>	<b>6.828</b>	<b>45.316</b>
Resultados Diversos	245	56	622
Resultados Financieros	65.260	53.691	17.636
IRAE	(28.376)	(15.910)	(16.323)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>102.948</b>	<b>44.665</b>	<b>47.251</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 31 de diciembre de 2019, 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 31/12/18. La firma no ha presentado nuevos EE.CC.

. Los resultados han sido positivos desde su constitución. CGU viene cumpliendo con su compromiso de integración de los CP's suscriptos.

## 3. El Fideicomiso

El 23 de setiembre de 2014, los inversores suscribieron certificados de participación por un monto total de \$ 2.100 millones (máxima emisión autorizada) de los cuales integraron \$ 420 millones, emitidos dos días después por la fiduciaria, esto es, el 20% del total tal cual se preveía en el programa de emisión. De acuerdo al cronograma de integración, 180 días corridos del cierre del período de suscripción se debía integrar el 15%, es decir \$ 315 millones, cosa que ocurrió

el 23 de marzo de 2015. La totalidad de los CP's suscriptos debía cumplirse en sucesivas integraciones de 15%, 15% y 35% a los 360 días, 540 y 720 del cierre del período de suscripción respectivamente. Esto sin perjuicio de la modificación acordada en Asamblea del 2/9/15 en que se facultó al Administrador a anticipar o atrasar dicho cronograma por razones fundadas. Precisamente, haciendo uso de la facultad concedida, el Administrador resolvió atrasar, en sucesivas resoluciones las tres últimas integraciones.

Ya en la anterior actualización se informaba que con la integración efectuada en setiembre de 2019 se completó el total autorizado y suscripto de \$ 2.100 millones.

### **Situación económica financiera**

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, tal como se venía informando, había desistido la ejecución de tres de ellos, Demiluz SA; Conceptor SA y Verdiplan SA. En el período bajo análisis hubo novedades en el proyecto de Conceptor SA (Tres Cruces) al haberse aprobado el mayor aprovechamiento por parte de la Junta Departamental (15/7/19) y declarado promovido como viviendas de interés social por parte del MVOTMA (21/11/19); esto debería facilitar la decisión de desinversión.

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 del fideicomiso al 31 de diciembre de 2019.

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
<b>Activo</b>	<b>2.006.705</b>	<b>1.460.638</b>	<b>1.122.032</b>
Activo Corriente	463.620	111.063	119.302
Activo no Corriente	1.543.085	1.349.576	1.002.730
<b>Pasivo</b>	<b>65.346</b>	<b>53.147</b>	<b>7.611</b>
Pasivo Corriente	65.346	52.997	6.894
Pasivo no Corriente		150	717
<b>Patrimonio</b>	<b>1.941.360</b>	<b>1.407.492</b>	<b>1.114.422</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2.006.705</b>	<b>1.460.638</b>	<b>1.122.032</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>7,09</b>	<b>2,10</b>	<b>17,31</b>

Fuente: EE.CC fideicomiso

El activo corriente está compuesto básicamente por efectivo e inversiones financieras temporales, mientras que el activo no corriente lo constituye fundamentalmente las inversiones inmobiliarias realizadas a través de las entidades estructuradas mencionadas; estas se componen de inmuebles adquiridos así como el avance de obra en los mismos.

El patrimonio contable al 31/12/19, según cotización de cierre (\$ 37,308), asciende a poco más de USD 52 millones contra los USD 43.4 millones que había en diciembre de 2018, pero hay que tener en cuenta que en el periodo el Fideicomiso recibió dos nuevas integraciones de CP's por un valor de \$ 560 millones (equivalente a, aproximadamente, USD 15 millones). En moneda nacional, el patrimonio contable es algo menor a las emisiones realizadas (aproximadamente 8 %).

**Cuadro 4: Resultados del fideicomiso (miles \$)**

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingreso por venta de inmuebles	5.248	27.485	270.590
Costo por venta de inmuebles	(4.770)	(26.376)	(225.274)
Cambios de valor en inversiones inmob.	-	-	-
Ingresos por cesión contratos compra vta .	-	-	-
Costos directos por inv. en inmuebles	-	-	-
Cambios valor en subsidiarias no consol.	31.027	(34.047)	-
Resultados inversiones financieras	6.058	460	-
Ingresos varios	-	-	-
<b>Resultados Operativos</b>	<b>37.563</b>	<b>(32.478)</b>	<b>45.316</b>
Gastos de Administración	(72.453)	(63.823)	622
Resultados Financieros	8.846	3.926	17.636
Resultados antes IRAE	(26.044)	(92.375)	63.574
IRAE	(88)	445	(16.323)
<b>Resultado integral del período</b>	<b>(26.132)</b>	<b>(91.930)</b>	<b>47.251</b>

Fuente: EE.CC fideicomiso

Puede comprobarse que persisten los resultados negativos (aunque son positivos a nivel de resultados operativos).

#### 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 han ocasionado un entecimiento 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. En esta oportunidad se presenta una nueva estimación de la TIR que resulta más baja que el último flujo de fondos presentado por el administrador al 31 de diciembre de 2018. En esta oportunidad la TIR estimada es al 31 de marzo de 2020 y es del 10,8% cuando la anterior había sido del 12,4%, esto es en pesos uruguayos nominales.

### 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. En aquella oportunidad se concluyó que al combinar el análisis presentado en el plan de negocios del Prospecto, con el análisis de sensibilidad realizado por CARE, existía una alta probabilidad de alcanzar la rentabilidad del 10% y un 98% de probabilidad de que la TIR alcance valores mayores que cero. La TIR media esperada se podía ubicar en el entorno del 17%, si se hubiera cumplido el plan de negocios original.

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 y al enlentecimiento en la ejecución de los proyectos, 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%
<b>Totales</b>	<b>629</b>	<b>100%</b>	<b>38.083</b>	<b>100%</b>

(\*) 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, recogiendo la realidad de un mercado con una demanda deprimida, habiéndose comercializado

aproximadamente el 59% de las viviendas disponibles a la venta. Ese porcentaje aumenta al 72% 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, en donde se espera contar con compradores argentinos, los que hoy atraviesan por una crisis económica importante. 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 a marzo de 2020 no considera la construcción de la tercera torre de Distrito M pero si supone la construcción de la Torre 1 del proyecto de Ava la Caleta, con inicio de obra en el segundo semestre 2020. El valor estimado fue de 10,8%, o sea mas baja que la TIR esperada para la estimación del flujo de fondos al 31 de diciembre 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, a lo cual debe descontarse la inflación, como se comenta más adelante.

Como ya fuera comentado líneas arriba y marcado en anteriores actualizaciones, existen dos elementos que están contribuyendo a la disminución de la rentabilidad esperada de los negocios inmobiliarios: el enlentecimiento de las ventas y el inicio y la concreción de los proyectos constructivos. Esto ha sido en parte compensado por la posibilidad de enlentecer las integraciones diferidas de los fondos, ya que de lo contrario los resultados esperados hubieran sido aún más bajos.

Los criterios considerados en esta oportunidad, 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 dólares, la inflación de EEUU.
- Incremento de costos en pesos, un 20% por encima de inflación.
- Venta de tierras remanentes de Caleta de acuerdo a la propuesta de Fortune Latam.
- Preventa y Venta en obra el 55% de las unidades.
- Costos de construcción proyectos ANV no lanzados: USD 1200 / m2.
- Costos de construcción proyectos no ANV no lanzados: USD 1250 / m2.

- 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 un nuevo flujo financiero y una nueva 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 segundo semestre del año 2020. Como ya fuera comentado la concreción de este proyecto es muy importante para lograr algún resultado positivo, pero el inicio de esa construcción se ha ido posponiendo en forma sistemática y la coyuntura actual no parece la mejor para que se concrete esa hipótesis.

En los siguientes cuadros se presentan las estimaciones del nuevo flujo financiero y el cálculo de la nueva TIR del proyecto.

**Cuadro 6. Flujo Financiero del Proyecto**

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
<b>Flujo</b>	<b>41</b>	<b>385</b>	<b>465</b>	<b>-881</b>	<b>159</b>	<b>-198</b>
<b>Flujo Acumulado</b>	<b>41</b>	<b>426</b>	<b>891</b>	<b>10</b>	<b>169</b>	<b>-29</b>

Fte. Administrador

**Cuadro 7. Flujo de Fondos y cálculo de la Tasa interna de retorno los CPs.**

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

Nota: Estos flujos de fondos suponen un alargamiento en el plazo del fideicomiso lo cual ya estaría previsto con los inversores a los efectos de permitir finalización y comercialización de algunos proyectos.

El administrador informa en su última actualización 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 8,5%, que la tasa en pesos constantes sería del 2,1%.

A modo de sensibilización, 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% (0,4% 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% real); y si eventualmente se dieran ambos escenarios la TIR en pesos nominales sería del 6,9% o sea un 1,5% 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 tercer torre del Distrito M. CARE considera que es posible, pero considerando los antecedentes de los 6 primeros años, sumado a la situación económica nacional y regional y su influencia en la comercialización de inmuebles, la probabilidad de lograrlo ofrece dudas. No obstante un mayor plazo para la comercialización de los inmuebles podría mitigar las dificultades.

## 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 Damodaran<sup>4</sup> se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>5</sup>.

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 cero<sup>6</sup>. 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.

<sup>4</sup> A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

<sup>5</sup> Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

<sup>6</sup> El rendimiento de los bonos por la coyuntura del coronavirus y la crisis mundial ha bajado fuertemente.

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%. 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 8,5% implicaría una TIR en pesos constantes de 2,1%, 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.

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 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 CARE.

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.). Se parte de la base de que esta recesión sería acotada en el tiempo y sus efectos no serían permanentes. A éste Fideicomiso le restan pocos años, por lo que al final del mismo (2022), podrían aún quedar algunos efectos negativos de la actual situación.

### 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 de uso agropecuario 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 entelce 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.

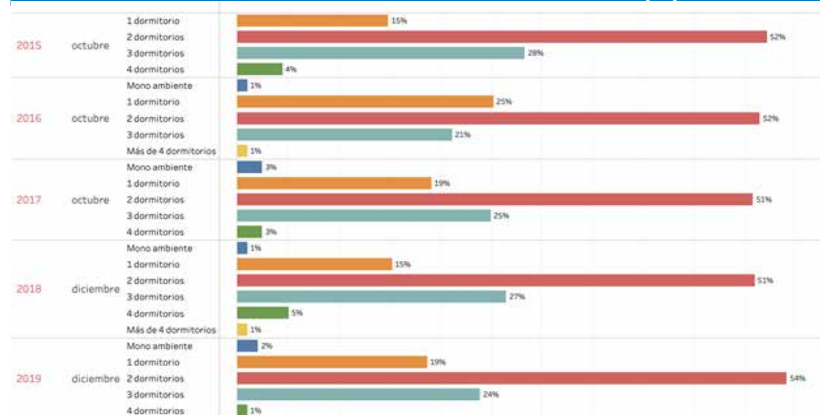
No obstante, existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente sí tendrán incidencia positiva en la demanda por vivienda. El avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios 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.

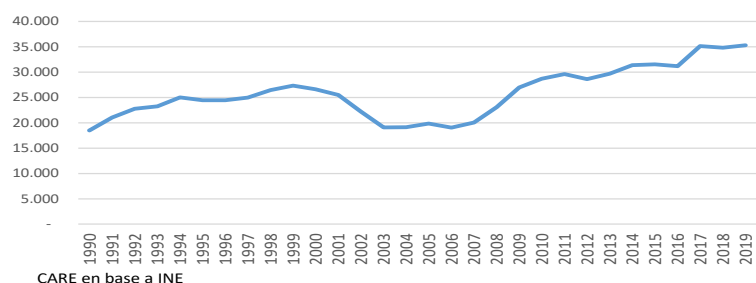
**Grafica 1. Cantidad de Dormitorios demandados (%)**



Fuente: RESEARH, Encuesta diciembre de 2019

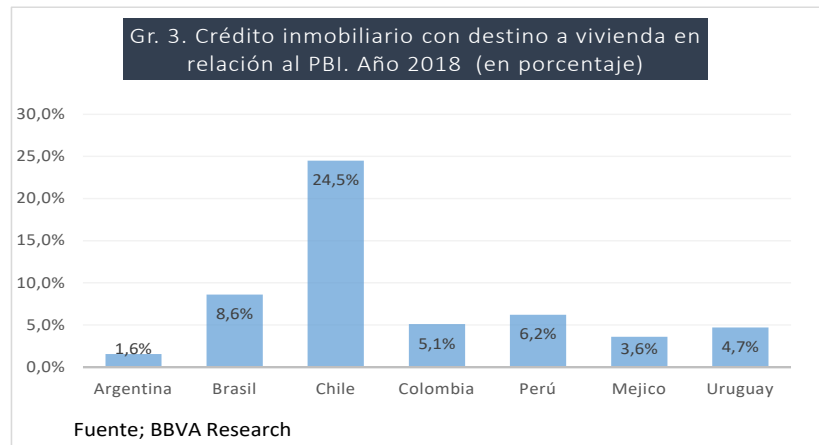
El ingreso de los hogares ha venido creciendo en los últimos 15 años después de la caída producto de la crisis económica y financiera de 2002. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado. No obstante, 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**



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

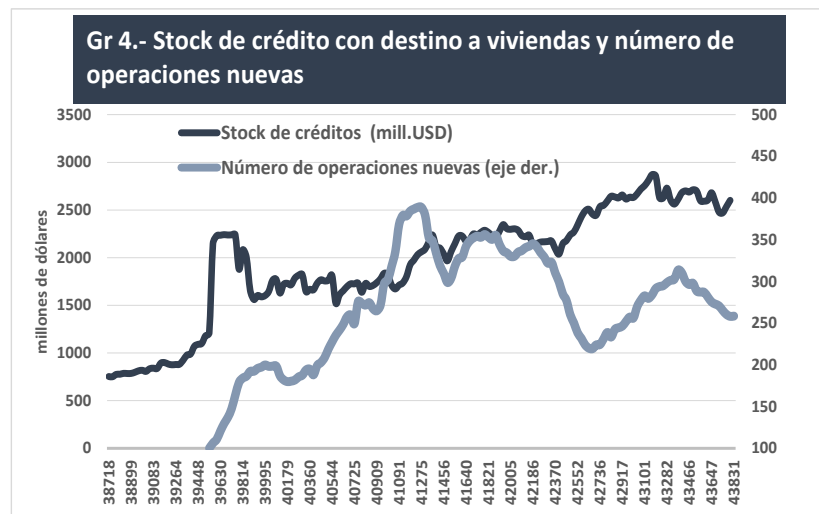
Mientras que en los países desarrollados el crédito hipotecario ha superado el 80% del PBI, en Latinoamérica dicho indicador se ha mantenido por debajo del 10%, con excepción de Chile y México. La gran volatilidad macroeconómica, combinada con episodios de alta inflación o hiperinflación, que ha experimentado la región en el pasado, ha repercutido negativamente en el crédito hipotecario, ya que el mismo se concentra en operaciones de largo plazo.



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

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.

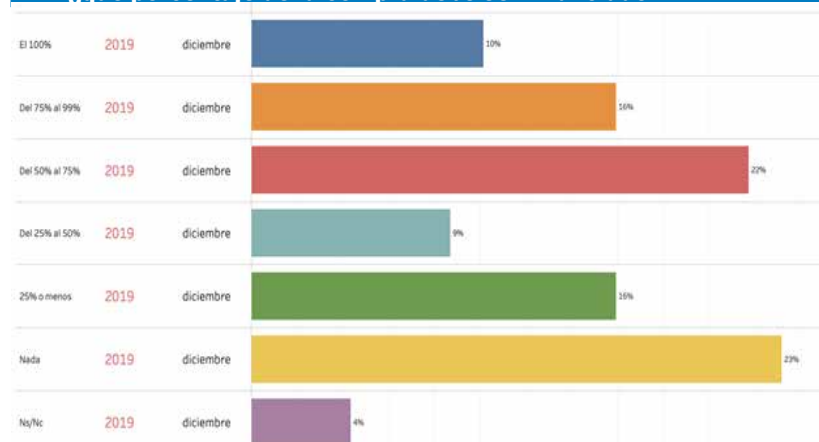


Fuente: En base a datos del BCU

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 de 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 7). 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 m<sup>2</sup>. La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Valores a pesos constantes de 2018.

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 de bajo precio 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 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.

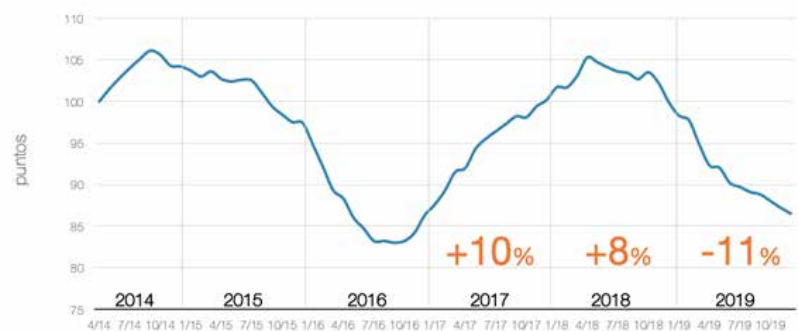


## o **Aproximación al mercado de compraventas.**

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. Diciembre 2019

## 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 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, solo se están realizando las transacciones de los agentes que están obligados a vender.

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 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 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.*

## 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 (uy)<sup>7</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>7</sup>. **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.**



Ing. Agr. Adrian Tamber