

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

*Montevideo, mayo de 2020*

---

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

---

**Actualización de la Calificación de la Emisión de Oferta Pública del Fideicomiso  
Financiero Torres Nuevo Centro:  
5- mayo -2020**

|   |   |
|---|---|
| <b>Certificados de Participación tipo A</b> | UI 404.317.164  |
| <b>Calificación de Oferta Privada:</b>      | Certificados de Participación tipo B UI 14.410.483  |
| <b>Fecha de Suscripción:</b>                | 18 de diciembre de 2013   |
| <b>Fiduciario:</b>                          | TRUST Afisa   |
| <b>Entidad Representante:</b>               | Bolsa Electrónica de Valores  |
| <b>Activo Fideicomitado:</b>                | Los derechos de sobre elevar y las unidades y espacios conexos de conformidad con lo dispuesto en el Contrato |
| <b>Vigencia:</b>                            | 30 de noviembre de 2020   |
| <b>Calificación de Riesgo certificados</b>  | A y B: BBB + (uy)   |
| <b>Análisis de contingencias jurídicas:</b> | Olivera Abogados  |
| <b>Manual:</b>                              | Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.                                  |

## Resumen General

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

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

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

- Un negocio que desde el punto de vista jurídico ofrece todas las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico continúa ofreciendo adecuadas perspectivas de lograr el propósito del mismo. Actualmente se considera un amplio menú de opciones para mejorar transitoriamente la demanda: venta con financiación propia, alquiler y el alquiler con opción de compra. Se puede esperar razonablemente que este conjunto de opciones permita colocar en un plazo relativamente breve a la totalidad de las unidades construidas.
- Al 31 de diciembre de 2019 se encontraban comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva y alquiladas con opción a compra) aproximadamente el 81% de los apartamentos y el 32% de los garajes. Considerando también los demás alquileres, los porcentajes se elevan al 87% para el caso de los apartamentos y al 53% en los garajes de las torres.
- Se destaca la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios.
- Como forma de aprovechar el creciente incremento del precio de la tierra originada por las propias torres en su zona de influencia, el fideicomiso adquirió dos terrenos para la construcción de más garajes y en uno de ellos ya se ha comenzado a construir; al 31 de diciembre ya se alcanza al 75% de avance de obra. En otro de los terrenos hay estacionamientos provisorios y se han alquilado 63 plazas a propietarios e inquilinos de las Torres Nuevocentro.
- Un negocio que ofrecía bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable a juicio de CARE, tal como fuera analizado por la Calificadora en el momento de la emisión y posteriormente para las siguientes modificaciones del modelo de negocios. La colocación de apartamentos (venta y alquiler con opción a compra), ha sido más lenta que lo esperado, lo que viene haciendo bajar la tasa interna de retorno esperada. En esta oportunidad se presenta una nueva estimación de la TIR la que se ubica

en un 2,74% en UI, que si bien fue realizada bajo supuestos razonables a juicio de la Calificadora la coyuntura actual genera algunas interrogantes respecto del cumplimiento del cronograma de colocación de unidades previsto. No obstante la TIR sigue siendo positiva y su valor esperado es en parte también consecuencia de una decisión comercial del operador y de los inversores de esperar, en el entendido de que la tasa interna de retorno podría mejorar si en el mediano plazo aumentaran los activos del Fideicomiso, se colocaran la totalidad de los inmuebles y maduraran otros negocios que se están analizando.

- Como se describe en profundidad en la Sección V, la 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, generado una incógnita respecto de lo 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.). No obstante, por el momento habría que suponer que los efectos son de corto plazo y no deberían tener efectos permanentes en este fideicomiso que genera flujos hasta el 2043.
- Para este fideicomiso en particular las posibilidades de arrendamiento con opción a compra y la financiación propia lograron resolver al menos una parte de las dificultades del mercado. La estrategia de comercialización, basada en la posibilidad de alquilar con opción a compra permite cubrir el público objetivo de buen nivel de ingreso pero que no dispone de ahorros para el pago inicial, o no quiere asumir compromisos de largo plazo ante un escenario poco claro en lo económico.
- En 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, el Poder Ejecutivo ya ha 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 Torres Nuevocentro”.

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

El marco conceptual de esta calificación es un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del Fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, en beneficio de los fideicomitentes, según contrato original y sus modificaciones. Admitido en su momento el rango de Tasas Internas de Retorno (TIRs) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva la nota sigue, entre otros criterios, el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y comerciales que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación y que obviamente signifiquen un retorno razonable al inversor.

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

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

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

## 2. Antecedentes y hechos salientes del periodo

Las obras ya están terminadas por lo que el Fideicomiso se encuentra en la etapa de Comercialización y Financiación de las unidades en stock, la Administración de la cartera hipotecaria, la construcción de los garajes fuera del terreno de TNC, y la administración de los otros activos del fideicomiso (entre ellos los terrenos adquiridos en Cufre y Juan C. Varela).

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

1. El arrendatario deposita una garantía equivalente a entre 8 y 15 meses de alquiler dependiendo de la unidad a arrendar, paga la cuota de alquiler, y al momento de ejercer la opción de compra, tanto el depósito inicial como las cuotas de alquiler pagas se le toman como pago del precio. Este mecanismo facilita la compra de vivienda a aquellos clientes que no tienen el 20% de entrega inicial para hacer la compraventa directa.
2. AOC con 50% de ahorro de la cuota de alquiler. En esta modalidad, la cuota de alquiler es similar a la de un alquiler común de la zona. Se le tomará un 50% como AOC y otro 50% como alquiler. El plazo máximo para ejercer la Opción de Compra es de 5 años. En este esquema quien ejerza la Opción de Compra tendrá que entregar al momento de la firma por lo menos la diferencia para que el ahorro llegue al 20% del precio del apartamento. La entrega inicial para esta opción es de 8 cuotas.

En el cuadro 1 se presenta la situación comercial de las unidades al 31 de diciembre de 2019

**Cuadro 1: Situación de unidades al 31/12/2019**

|   | Apartamentos | Garajes TNC | Cocheras Cufre |
|---|--------------|-------------|----------------|
| Vendidos                                | 177          | 48          | -              |
| Alquiler con opción a compra            | 161          | 23          | -              |
| Alquiler común                          | 27           | 45          | 63             |
| <b>Sub Total Comercializado</b>         | <b>365</b>   | <b>116</b>  | <b>63</b>      |
| Reservas/precontrato                    | 17           |             |                |
| A Vender o Alquilar con Opción a Compra | 55           | 103         | 42             |
| <b>TOTAL</b>                            | <b>437</b>   | <b>219</b>  | <b>105</b>     |

Fuente: El Administrador

- Al 31 de diciembre de 2019 de los 437 apartamentos construidos hay 177 vendidos, 161 alquilados con opción a compra (AOC), 27 alquileres y 17 apartamentos reservados o precontratados, por lo que resta concretar la colocación de 55 unidades.
- Con referencia a los garajes, de los 219 construidos bajo las torres, se vendieron 48, se alquilaron 45 y 23 se alquilaron con opción a compra, por lo que restan colocar 103. Por otra parte, también hay 63 cocheras alquiladas (de 105) en el predio de Cufre.

- El Fideicomiso participa en la comisión directiva de ambas torres en su rol de propietario de las unidades no enajenadas. El fideicomiso al 31 diciembre de 2019 tiene el 35% de la Torre Herrera (A) y el 82% de la Torre Artigas (B). Como propietario de un número importante de apartamentos participa en las Asambleas de Propietarios.
- Respecto de las diferentes torres, la Herrera se encuentra ya en un 96% ocupada, mientras que el porcentaje de ocupación de la Artigas es del 71%; lo que implica que un 84% de los apartamentos ya se encuentran ocupados
- Las proyecciones del fideicomiso son de colocar la totalidad de los apartamentos en stock y buena parte de los garajes en el correr del año 2020. Se estima que se colocarían el 42% de los apartamentos en ventas de contado y el resto en la modalidad de alquiler con opción a compra. Por su parte se colocarían en 2020 un total de 65 garajes, un 45% contado y el resto en AOC. Teniendo en cuenta la situación actual de la economía y los efectos posibles de la crisis sanitaria, esta proyección parece bastante optimista a juicio de CARE.
- Con el objetivo de dotar al Fideicomiso con más oferta de garajes y también para capturar el “upside” de precio en los terrenos de la zona derivados de la construcción del Shopping y las Torres, el Fideicomiso TNC optó por tomar posición en tierras y derechos de uso de algunos terrenos en las inmediaciones de las torres para incorporar patrimonio del Fideicomiso. Estos fueron:
  - Un predio de 600 m2 en la calle Juan Cruz Varela, a metros de la Plaza de las Esculturas para la construcción de 87 garajes. El proyecto prevé la posibilidad de adaptar el edificio a oficinas en un futuro. Se comenzaron las obras para los estacionamientos, ya el avance es de un 75% y se han pagado los primeros 11 avances de obra.
  - Un predio de 5.500 m2 con frente a General Flores y a calle Cufré. Se culminó con la obra de las cocheras provisionales las que ya están disponibles para el alquiler de los propietarios e inquilinos de las Torres Nuevocentro. Al 31 de diciembre había 63 cocheras alquiladas a los copropietarios e inquilinos de las Torres, sobre un total potencial de 105 lugares. En abril de 2020 se paga la última cuota de este terreno y se estima que se vendería durante este año.
  - En relación a la Iniciativa privada (IP) para construir 400 plazas de parking debajo de la Plaza de las Esculturas, la IMM no ha llamado a licitación para interesados. En tal sentido no ha habido avances en el último semestre en relación a este proyecto.

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



- Desde la implementación de la modalidad de alquiler con opción a compra y hasta el 31 de diciembre de 2019 ya se llevaban 161 apartamentos comercializados bajo esta modalidad, lo que representa el 44% de las unidades ocupadas. La modalidad de AOC va adquiriendo cada vez mayor importancia; en el primer año (2017) el 59% de los apartamentos se comercializaron bajo esta modalidad, en 2018 fue el 70% y en 2019 fue el 72%.
- Estos números no tienen en cuenta algunos inmuebles que se han reservado y están en vías de concretarse las firmas. Según informa el Comité de Vigilancia los trámites para la firma llevan un promedio de 6 meses: redacción de contratos, verificación de ingresos, constitución de garantías, concreción del adelanto de los alquileres (seña), etc.
- Se han verificado algunos atrasos en los cobros. Por cuotas de promitentes compradores, al 31 de diciembre de 2019 había 16 clientes atrasados, que totalizan UI 593.613; de esos clientes, 5 tienen atrasos menores a 60 días. CERNET está a cargo del seguimiento de los mismos. Por arrendamientos al 30 de setiembre hay 7 inquilinos que deben 1 cuota de alquiler, por lo que se clasifican dentro de la cartera vigente con atraso. Los mismos totalizan \$ 262.864.

### 3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Informes trimestrales del Administrador, al 31/12/2019.
- Nuevo Flujo Financiero suministrado por el Fiduciario.
- Informes y entrevista al Comité de Vigilancia
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019.
- Estados Contables de la Fiduciaria al 31 de diciembre de 2019.
- Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) a marzo de 2020<sup>2</sup>.
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a diciembre de 2019 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada por CARE

<sup>2</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 y privada certificados de participación tipo A y tipo B respectivamente, en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Para La Construcción y Comercialización de los Edificios Para Vivienda Denominados Torres Nuevocentro".

#### 1. Descripción general

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

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

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

**Constructor:** Ebital S.A.

#### Proyecto y Dirección

**de Obra:** Estudio Gómez Platero.

#### Entidad

**Representante:** Bolsa Electrónica de Valores.

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

#### Bienes

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

**Moneda de los CP:**

UI.

**Importe de la Emisión:**

Emisión de Oferta Pública:  
Certificados de Participación tipo A UI 404.317.164 y  
Emisión de Oferta Privada:  
Certificados de Participación tipo B UI 14.410.483

**Calificación de Riesgo de los certificados de participación A y B:**

BBB + (uy)

## 2. El análisis jurídico

El análisis agregado en el Anexo I de la calificación original y de la actualización de abril de 2014, recorrieron distintas contingencias jurídicas descartando los riesgos a ellas asociados. (Véase en [www.care.com.uy](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 posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. En función de los informes jurídicos antes mencionados, y teniendo en cuenta el tiempo transcurrido con ausencia de conflictos, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura es casi nulo*.

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN.

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

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

#### a) La Fiduciaria

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

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

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados al 31 de diciembre de 2019 y su comparativo con ejercicios anteriores.

| <b>Cuadro 2: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)</b> |                   |                   |                   |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Concepto</b>   | <b>31/12/2019</b> | <b>31/12/2018</b> | <b>31/12/2017</b> |
| <b>Activo</b>   | <b>32.898</b>     | <b>32.344</b>     | <b>27.250</b>     |
| Activo Corriente  | 1.460             | 3.940             | 1.298             |
| Activo no Corriente   | 31.438            | 28.404            | 25.952            |
| <b>Pasivo</b>   | <b>18.761</b>     | <b>22.159</b>     | <b>19.632</b>     |
| Pasivo Corriente  | 317               | 1.595             | 1.393             |
| Pasivo no Corriente   | 18.444            | 20.564            | 18.239            |
| <b>Patrimonio</b>   | <b>14.137</b>     | <b>10.185</b>     | <b>7.617</b>      |
| <b>Pasivo y Patrimonio</b>                                  | <b>32.898</b>     | <b>32.344</b>     | <b>27.250</b>     |
| <b>Razón Corriente</b>                                      | <b>4,61</b>       | <b>2,47</b>       | <b>0,93</b>       |

Fuente: EE.CC TRUST

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

| Concepto                              | 31/12/2019      | 31/12/2018     | 31/12/2017     |
|---------------------------------------|-----------------|----------------|----------------|
| Ingresos Operativos Netos             | 6.285           | 7.503          | 5.771          |
| Ingresos Diversos                     | 142             | 535            | 70             |
| Ingresos Financieros                  | 4.544           | 2.620          | 3.050          |
| <b>Total Ganancias</b>                | <b>10.971</b>   | <b>10.659</b>  | <b>8.891</b>   |
| Gastos de Administración              | (8.003)         | (5.406)        | (5.356)        |
| Gastos financieros                    | (3.428)         | (2.686)        | (1.900)        |
| <b>Total Egresos</b>                  | <b>(11.431)</b> | <b>(8.092)</b> | <b>(7.256)</b> |
| <b>Resultado del Ejercicio</b>        | <b>(459)</b>    | <b>2.567</b>   | <b>1.635</b>   |
| Ajuste integral (ejercicio anterior)  | -               | -              | -              |
| <b>Resultado Integral del Período</b> | <b>(459)</b>    | <b>2.567</b>   | <b>1.635</b>   |

Fuente: EE.CC TRUST

El capital autorizado de la sociedad es de \$ 20 millones en acciones de valor nominal de \$ 1 cada una y a la fecha se han integrado \$ 6.220.000. En agosto de 2019 los accionistas resolvieron capitalizar \$ 4.425.151; \$ 13.276 provenientes de reservas especiales y \$ 4.411.875 de pasivos.

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

Su idoneidad para administrar esta operación no ofrece reparos.

## b) El Fideicomiso

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

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

En la oportunidad, la fiduciaria presenta los EE.CC del fideicomiso FFTNC al 31/12/19.

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

| Concepto                         | 31/12/2019       | 31/12/2018       | 31/12/2017       |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Activo</b>                    | <b>1.730.720</b> | <b>1.717.993</b> | <b>1.902.307</b> |
| Activo Corriente                 | 478.145          | 494.967          | 957.839          |
| Activo no Corriente              | 1.252.575        | 1.223.026        | 944.468          |
| <b>Pasivo</b>                    | <b>73.742</b>    | <b>140.609</b>   | <b>294.371</b>   |
| Pasivo Corriente                 | 31.272           | 99.848           | 252.544          |
| Pasivo no Corriente              | 42.470           | 40.761           | 41.827           |
| <b>Patrimonio</b>                | <b>1.656.977</b> | <b>1.577.385</b> | <b>1.607.936</b> |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio</b> | <b>1.730.720</b> | <b>1.717.993</b> | <b>1.902.307</b> |
| <b>Razón Corriente</b>           | <b>15,29</b>     | <b>4,96</b>      | <b>3,79</b>      |

Fuente: EE.CC FFTNC

El patrimonio contable al cierre de 2019, según cuadro precedente, equivale a USD 44.4 millones, producto de convertir el saldo contable en moneda nacional según cotización del dólar vigente al cierre del periodo, \$ 37,308. En cambio si se expresa el patrimonio contable en UI (cuya cotización de cierre era de 4,3653), da un valor de UI 379.6 millones. En ambos casos por debajo de la emisión (26,25 % y 9,34 % según se mida en dólares o en UI respectivamente). La unidad relevante es la UI puesto que así están nominadas ambas emisiones.

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

Esto supone un criterio conservador ya que no se reconoce la (eventual) ganancia que normalmente debería generarse al momento de la venta.

En efecto, según informe trimestral del administrador No. 24 a la misma fecha (31/12/19) en que el valor de las unidades en stock se expresa según precio de lista, el valor patrimonial del Fideicomiso pasa a ser de USD 73.2 millones o UI 630.5 millones. Esto deberá ser convalidado en la práctica con la gestión de comercialización que se haga.

En el cuadro siguiente se informa el estado de resultados del fideicomiso al cierre de diciembre de 2019 y su comparativo con ejercicios anteriores.

| <b>Cuadro 5: Estado de Resultados del FFTNC (miles de \$)</b> |                   |                   |                   |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Concepto</b>   | <b>31/12/2019</b> | <b>31/12/2018</b> | <b>31/12/2017</b> |
| Resultados operativos   | 91.662            | 10.103            | 185.349           |
| Ingresos diversos   | 658               |                   | 3.918             |
| Ingresos financieros  | 115.380           | 104.458           | 94.115            |
| <b>Total ganancias</b>  | <b>207.701</b>    | <b>114.562</b>    | <b>283.382</b>    |
| Gastos de administración y ventas                             | 42.467            | 39.537            | 23.816            |
| Gastos diversos   | 42.264            | 51.168            | 29.531            |
| Gastos financieros  | 43.377            | 54.408            | 88.578            |
| <b>Total pérdidas</b>   | <b>128.108</b>    | <b>145.113</b>    | <b>141.926</b>    |
| <b>Resultado del ejercicio</b>                                | <b>79.592</b>     | <b>(30.551)</b>   | <b>141.456</b>    |

Fuente: EE.CC FFTNC

Como se desprende del cuadro anterior, los resultados del último ejercicio son sustancialmente mayores al anterior y se explican fundamentalmente por los resultados operativos compuesto por resultados por ventas de unidades y por arrendamientos (estos últimos representan aproximadamente el 53 % del total).

### **Riesgos considerados:**

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

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

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

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

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

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

La anterior actualización del flujo de fondos se realizó a abril de 2018 y había arrojado una Tasa Interna de Retorno de 3,46% en UI. En esa oportunidad se habían realizado una serie de supuestos de comercialización que se han cumplido parcialmente por lo que esta oportunidad se presenta un nuevo flujo con la información real a diciembre de 2019 y nuevos supuestos para la comercialización de los apartamentos, garajes y terrenos del fideicomiso. El flujo de fondos se proyecta hasta el año 2043.

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

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

- Para las unidades comercializadas hasta diciembre de 2019 se tomaron los datos de modalidad de venta, valores y forma de pago programado para cada unidad.
- Para las unidades a comercializar a partir de enero de 2020 se consideró la modalidad de alquiler con opción a compra (32 apartamentos y 36 garajes) y venta contado (26 apartamentos y 36 garajes); todos esto durante el año 2020. Asimismo se supuso que los garajes exteriores (Juan Cruz Varela) se alquilan desde diciembre de 2020 y hasta el año 2040 cuando se venderían al contado. Esta proyección de colocación de unidades parece razonable ya que es menor al número de unidades comercializadas en 2019 (79) aunque podría parecer alto el número de ventas contado ya que ese valor es muy superior a las compraventas de 2018 (6) y de 2019 (8). Por otra parte, la crisis económica prevista como consecuencia del coronavirus seguramente atentará contra la compraventa de inmuebles.
- Para el caso de los AOC se supuso un pago de garantía de 15 meses de alquiler, 48 meses de ocupación (alquiler) y a partir del mes 49 se financia la compraventa a 18 años con una tasa del 6,5% anual.
- Venta del terreno de Cufre al valor promedio de las dos tasaciones de que se dispone

De acuerdo a esas proyecciones (diciembre de 2019), la TIR del proyecto en UI alcanzaría 2,74%% (ver Cuadro 6).



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

|                   | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          |        |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------|
| Aporte inicial    | (457.372)     | (16.372)      |               |               |               |               |               |               |               |        |
| Flujo Fondos      |               |               |               |               |               |               |               | 163.601       | 14.432        |        |
| Venta de Terrenos | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | 32.464        | -             |        |
| FF                | (457.372)     | (16.372)      | -             | -             | -             | -             | -             | 196.065       | 14.432        |        |
| <b>TIR</b>        | <b>2,74%</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |        |
|                   | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          | 2028          | 2029          | 2030          |        |
| Emisión           |               |               |               |               |               |               |               |               |               |        |
| Flujo Fondos      | 17.209        | 18.302        | 18.703        | 21.572        | 25.161        | 25.207        | 25.577        | 25.947        | 26.166        |        |
| Venta de Terrenos | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             |        |
| <b>FF</b>         | <b>17.209</b> | <b>18.302</b> | <b>18.703</b> | <b>21.572</b> | <b>25.161</b> | <b>25.207</b> | <b>25.577</b> | <b>25.947</b> | <b>26.166</b> |        |
|                   | 2031          | 2032          | 2033          | 2034          | 2035          | 2036          | 2037          | 2038          | 2039          | 2040   |
| Emisión           |               |               |               |               |               |               |               |               |               |        |
| Flujo Fondos      | 26.321        | 26.724        | 26.933        | 27.097        | 27.355        | 27.856        | 28.206        | 28.092        | 24.574        | 34.332 |
| Venta de Terrenos | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -      |
| FF                | 26.321        | 26.724        | 26.933        | 27.097        | 27.355        | 27.856        | 28.206        | 28.092        | 24.574        | 34.332 |

Fuente: El Fiduciario

Teniendo en cuenta la actual coyuntura y principalmente los efectos que la pandemia podría tener sobre el ritmo de colocación de las unidades restantes, CARE recalculó la TIR del proyecto suponiendo que en vez de colocar la totalidad del saldo de los inmuebles en el correr del año 2020, esto se lograra recién a diciembre de 2022. Este nuevo escenario podría ocurrir ya que el ritmo de colocación puede ser menor al previsto o también puede pasar que personas que estaban adquiriendo el inmueble en la modalidad de AOC decidan rescindir el contrato y perder lo aportado ante una situación de pérdida total o parcial de los ingresos de la familia. De esta forma, la nueva TIR para el inversor pasaría a ser del 2,67%; en esta última estimación también se corrió la venta del terreno de Cufre para el 2023.

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

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

Los supuestos introducidos en la confección del flujo de fondos presentado en el Cuadro 6 suponen la construcción de los garajes externos y la venta de los terrenos sobre la base de los precios actuales, criterio conservador, ya que los valores de la tierra en la zona se estarían valorizando como consecuencia de la instalación del shopping y de las torres. Tampoco se considera la realización de otros negocios por parte del Fideicomiso, los cuales aún están bajo estudio.

### **Riesgos considerados:**

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

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

## V. EL ENTORNO

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

Como en las anteriores actualizaciones CARE contó en esta oportunidad con 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<sup>3</sup>.

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 de largo plazo (hasta 2040).

<sup>3</sup>. Ambos trabajos pueden solicitarse en [care@care.com.uy](mailto: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.

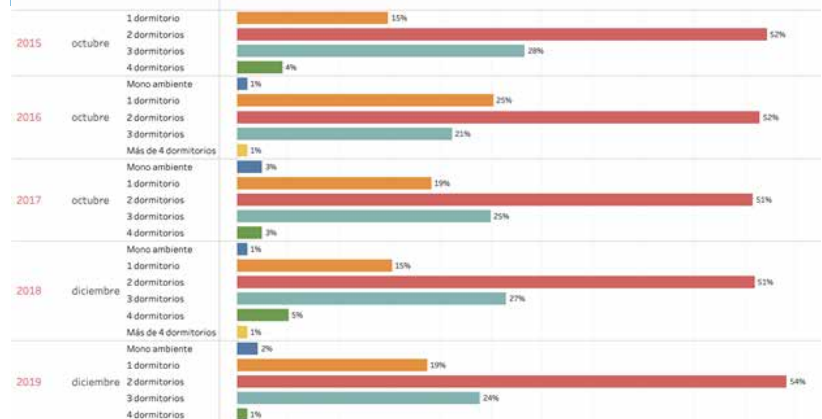
No obstante, existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente sí tendrán incidencia positiva en la demanda por vivienda. El avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios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

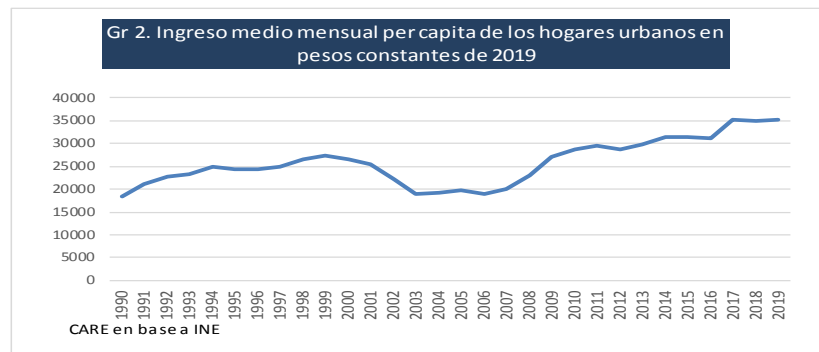
Para cuantificar la demanda, se contrató los servicios de Research International Uruguay. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descripto sobre la oferta: más de la mitad de los entrevistados en la encuesta realizada, prefieren unidades que cuenten con 2 dormitorios. Respecto 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.



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

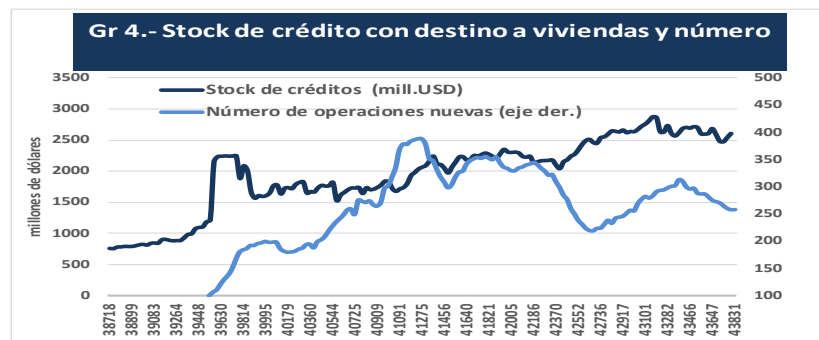
Mientras que en los países desarrollados el crédito hipotecario ha superado el 80% del PBI, en Latinoamérica dicho indicador se ha mantenido por debajo del 10%, con excepción de Chile y México. La gran volatilidad macroeconómica, combinada con episodios de alta inflación o hiperinflación, que ha experimentado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



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.

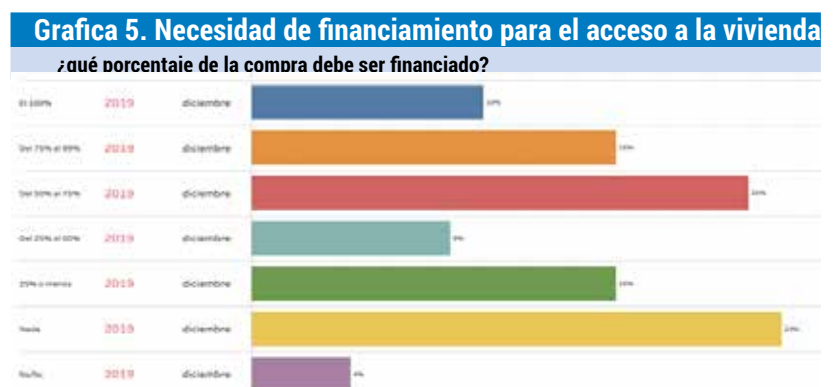
A partir de 2017 comienzan a recuperarse el número de operaciones de crédito hipotecario, tendencia que se mantiene hasta fines de 2018. Durante 2019, como era de esperarse el número de operaciones muestran una clara tendencia decreciente, por su parte, el stock de deuda se mantiene relativamente estabilizado.



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).



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 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



Fuente: Research y Briq analytics. Diciembre 2019

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

**El riesgo de políticas públicas.** Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos. 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 constructora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los certificados de participación recogen la calificación BBB + (uy)<sup>4</sup> de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

<sup>4</sup> **BBB + (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. El signo (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**