

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

Montevideo, abril de 2021

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

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO
COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I
27 de abril 2021**

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

¹. La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I", manteniendo² la calificación BB.uy de grado especulativo.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico adjunto a la calificación original³.
- Un plan de negocios original que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soportó en su momento los stresses ajenos al mismo a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron al proyecto en la calificación original; pero que luego variaron dado los cambios en el plan de negocios.
- Un negocio que ofrecía bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable, tal como para múltiples circunstancias fuera analizado en el momento de la calificación. No obstante y como se señalara en anteriores actualizaciones, existen una serie de factores que vienen reduciendo los retornos esperados de la mayoría de los proyectos, por la extensión de los plazos, la desinversión en algunos proyectos y la reducción de otros.
- De modo especial se evaluó oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, Compass Group Uruguay. La empresa ha ido modificando su estructura gerencial en el país y si bien ha logrado sortear ciertos problemas en la ejecución del plan de negocios, persisten algunas dificultades.
- Resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución 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, éste último de hecho aún no iniciado. Respecto del proyecto La Caleta, si bien se ha avanzado en la obtención de autorizaciones y permisos, y se cuenta con el visto bueno del comité de inversiones del Fondo y del de Vigilancia, hasta el momento no cuenta con la aprobación de los inversores titulares de los CPs. Esta aprobación será determinante en el mantenimiento de la nota en futuras actualizaciones.
- En marzo de 2021 el administrador aporta un nuevo flujo financiero del fideicomiso, en el cual ante dificultades citadas precedentemente para la realización de obras en La Caleta, considera la venta del proyecto y la tierra, sin la realización de ningún edificio (en anteriores proyecciones se suponía la realización de un edificio y la venta de proyecto con la tierra excedente). La nueva TIR estimada es del 4,5% en pesos uruguayos, o de -3% en Unidades Indexadas. Esta TIR es sensiblemente menor a las anteriores e implica una rentabilidad negativa en moneda constante y ello sería consecuencia en gran medida por la no concreción del proyecto La Caleta. La rentabilidad global de la inversión se había concentrado en el éxito de ese proyecto que por diversos motivos se venía dilatando en su concreción.

². Este mantenimiento en la nota, aún ante la persistencia de las dificultades antes descritas en anteriores calificaciones, se basa básicamente en la probabilidad, aún no totalmente descartada, de la realización del proyecto La Caleta.

³. (Ver www.care.com.uy)

No se dispone aún de información que permite asegurar que ese proyecto se llevaría adelante.

- La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos fue una medida acertada en su momento, pero hasta el momento no se ha podido concretar. El plazo del Fideicomiso fue ampliado en julio de 2020 y está prevista su finalización en 2023. Esa modificación se hizo pensando en ampliar el plazo para eventualmente concretar el proyecto La Caleta y mejorar las posibilidades de colocación de las unidades. Los demás proyectos ya han finalizado su construcción y se está en la etapa de comercialización.
- El mercado inmobiliario mostró una clara recuperación durante el segundo semestre de 2020 luego del fuerte shock generado por la pandemia del coronavirus. De todos modos, la caída del poder adquisitivo de los hogares, sumada a la incertidumbre respecto a su recuperación podría impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores por lo que podría esperarse un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, en particular atendiendo la persistente divergencia en los precios de compraventa y alquiler.
- De mantenerse la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel internacional, sumado a las reducidas tasas de interés podría impactar positivamente sobre las decisiones de compra de los demandantes por viviendas como inversión. Se ve también con cierta expectativa favorable una demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera de reciente implementación.
- Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos para inversión es notoria y favorecida por las bajas tasas de interés; mientras que la demanda para consumo irá mejorando en la medida que mejoren el empleo y el ingreso de los hogares.
- Según se destaca en el informe sectorial actualizado a marzo de 2021 que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, siguen siendo adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, para CARE en diciembre de 2020. Para el caso de los apartamentos de La Caleta, las tipologías y la demanda es diferente a la considerada en este párrafo, son apartamentos de mayor valor y destinados a un estrato socioeconómico medio a alto.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. No se identifican riesgos derivados de la política pública; por el contrario algunas medidas ya tomadas hacia el sector tienden a mejorar el clima de negocios. La eliminación de los topes de alquiler y de los precios de los proyectos promovidos, es un claro ejemplo en este sentido.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

(a) Antecedentes Generales

Se llevaron adelante un total de 5 proyectos, los cuales, como se verá, han culminado la etapa constructiva, estos son: Distrito M (dos torres), Escollera, Julio Cesar II, Torre Centra y Chaná; los que totalizan 511 unidades a ser vendidas.

Un sexto proyecto, La Caleta, que aportaba 118 unidades más, aún no ha logrado el consenso de los inversores para ejecutarse, por lo que es muy probable que finalmente se comercialicen los padrones (tierra) y el proyecto.

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

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos a diciembre 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 aún se aguarda que la Dirección Nacional de Catastro apruebe el Plano PH Definitivo, lo que a su vez habilitará la emisión del Certificado de Habitabilidad. También se avanzó con la redacción del Reglamento de Copropiedad del Edificio. Todos estos trámites se fueron atrasando porque se detectaron errores en el plano de agrimensura elaborado por el Ing. Agrimensor del proyecto. Fue necesaria la actualización de dicho plano y el error generó la necesidad de compensación de precio en algunas unidades residenciales.

Se entregaron al FF Península las 56 unidades y 36 garajes que había reservado. A diciembre de 2020 estaba un 97% comercializado y al primer trimestre 2021 se habría llegado al 100%, resta aún comercializar algunos garajes independientes en el subsuelo.

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 proyectaba 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 obtuvo la promoción de la Ley de Inversiones de acuerdo al nuevo régimen por ser de mayor beneficio al proyecto (Decreto 138/020) y se comenzaron negociaciones con la IC para reformular los plazos de pagos y las obras de infraestructura establecidas en el acuerdo de Mayor Aprovechamiento (Contrato Plan).

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

Este proyecto cuyo éxito comercial era clave para este fideicomiso, no ha logrado hasta el momento la aprobación de los inversores titulares de los CPs para ser ejecutado. Se está negociando la posibilidad de su realización y según la información que dispone la calificadora no se ha podido avanzar hasta la fecha en un acuerdo que permita confirmar que el edificio finalmente se construya.

- **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 culminó la etapa de construcción en el tercer trimestre de 2020 aunque faltan algunos detalles para firmar la Recepción Provisoria. Ya comenzó la entrega de unidades (114 a diciembre 2020). Ya se han reservado a enero de 2021 el 63% de las unidades (168 apartamentos).

El proyecto consideraba una tercera torre de 73 unidades adicionales, lo que estaba sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones, que en su momento no se cumplieron⁴. En consecuencia, se ha decidido no construir ese edificio y vender la tierra y el proyecto.

- **Proyecto Julio Cesar II.**

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

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

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

- **Proyecto Chana**

Este proyecto se encuentra terminado y 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.

Se completó en el último trimestre del año 2020 la obra, se firmó la Recepción Provisoria con la constructora y comenzó la entrega de unidades.

Se presentará ante la Dirección Nacional de Catastro la documentación necesaria para aprobar los Planos PH Definitivos y así poder obtener el Certificado de Habitabilidad.

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

A diciembre de 2020 el proyecto cuenta con 76% de sus unidades reservadas y, de ellas, el 97% tiene compromiso de compraventa firmados

Se está terminando el diseño en la unidad que se utilizará como showroom que quedará pronta en 2021.

- La mayoría de los proyectos adquiridos tienen como destino la producción de Vivienda de Interés Social (VIS), con excepción de La Caleta, y están situados en los departamentos de Montevideo y Canelones. La distribución de proyectos es consistente con las proyecciones asumidas en los supuestos con los que se confeccionó el flujo de fondos proyectado presentado en las planillas anexas al Prospecto de Emisión. No obstante, los plazos son mayores y los retornos son inferiores a los proyectados.
- Desde marzo de 2019 el Administrador del Fondo modificó su equipo de gestión. Tras la salida de Carlos Protasi, Sofía Gutiérrez lidera el equipo operativo del fondo.
- En julio de 2020 se firmó la última modificación del contrato de Fideicomiso Los principales contenidos de esta modificación, que fue la cuarta, son:
 - a) Cambio en el plazo del fideicomiso, pasando de 8 a 9 años; El plazo ahora es 2023.
 - b) Se incorpora la potestad de la Asamblea de Titulares de:
 - o Autorizar aquellos proyectos inmobiliarios que comiencen luego de 5 años del comienzo de actividades del fideicomiso.
 - o La cancelación y/o venta en bloque de cualquier proyecto en etapa de Pre-construcción o construcción.
 - o Suspender la comercialización de unidades pendientes de venta por hasta el periodo de un año.
 - c) Cambio en la composición de la reserva de construcción, agregando el endeudamiento aprobado, para componer la reserva.
 - d) Cambio en las condiciones por las cuales la Asamblea de Titulares puede sustituir al Administrador (Grupo Compass) del fideicomiso.
 - e) La posibilidad de la valuación del fideicomiso y de los certificados de participación a través de los servicios de un tercero independiente. El Fideicomiso comenzará a tener una valuación independiente de los CPs, la cual será realizada por BEVSA.
 - f) Cambio en el cálculo de la retribución del Administrador.

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

(b) Hechos Salientes del Período

- Se han logrado avances para el inicio de las obras en La Caleta, el comité de inversiones del fondo aprobó el inicio de las obras, el presupuesto y la contratación de la constructora. Sin embargo, el proyecto se le presentó a los inversores titulares de los CPs, pero no se contó con las mayorías necesarias para la realización de la obra, por lo que se está trabajando en alternativas para ver si se puede llevar adelante el proyecto.

- Al 31 de diciembre se cuenta con aproximadamente 383 unidades reservadas sobre un total de 511 unidades (no se consideran las 118 unidades de La Caleta, por no existir seguridad de su realización), por lo que se ha comercializado el 75%.
- En el mes de diciembre de 2020, comenzó el proceso de entregas de apartamentos de Torre Centra, contando al 31/12 con el 18% de las unidades entregadas. Se planifica finalizar las entregas de las unidades comercializadas en el primer semestre del 2021.

3. Información analizada

La nueva información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; Febrero de 2021.
- Bric Analytics; "Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario"; Febrero de 2021.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette. Marzo de 2021.
- Entrevista al Comité de Vigilancia.
- Estados Contables del operador al 31 de diciembre de 2019.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2020.
- Estados Contables de la Fiduciaria al 31 de diciembre de 2020.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario.

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

Administrador: Compass Group Uruguay Investment Advisors

Entidad

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

Títulos emitidos: Certificados de participación.

Activos del

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

Moneda: Pesos uruguayos

Importe de

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

Distribuciones: Anualmente según Resultados Acumulados Realizados según procedimiento establecido.

Calificación

de Riesgo: BB.uy

2. El análisis jurídico

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC al cierre del 31/12/2020 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 773.859. Esto supone un incremento algo superior al 10 % respecto al que tenía al 31/12/2019. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Activo	869.245	810.023	705.262
Activo Corriente	199.937	224.515	261.447
Activo no Corriente	669.308	585.508	443.815
Pasivo	95.385	107.260	120.097
Pasivo Corriente	73.727	90.321	101.326
Pasivo no Corriente	21.658	16.940	18.772
Patrimonio	773.859	702.762	585.164
Pasivo y Patrimonio	869.245	810.023	705.262
Razón Corriente	2,71	2,49	2,58

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre de 2020, la firma sigue mostrando resultados positivos.

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

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

Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Ingresos Operativos	291.254	270.520	290.623
Gastos de Adm y Ventas	(223.491)	(204.701)	(283.795)
Resultado Operativo	67.763	65.820	6.828
Resultados Diversos	171	245	56
Resultados Financieros	78.752	65.260	53.691
IRAE	(30.869)	(28.376)	(15.910)
Resultados del periodo	115.817	102.948	44.665
Otro resultado integral	279	19.465	50
Resultado integral del periodo	116.096	122.413	44.715

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos⁵.

Al 31 de diciembre de 2020, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

2. Compass Group Uruguay

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

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

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

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

3. El Fideicomiso⁶

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato de fecha 10 de octubre de 2013. El 28 de julio de 2014, el BCU autorizó su inscripción en el Registro del

⁵. En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

⁶. En referencia a la pandemia, el auditor expresa que estos sucesos podrían impactar en el valor de los inmuebles en el futuro, dado que una eventual caída en el volumen de los negocios podría afectar las principales variables consideradas en el sector inmobiliario. Es por ello que la situación podría afectar directa o indirectamente la situación económica financiera del Fideicomiso.

Mercado de Valores. El 23 de setiembre de 2014, los inversores suscribieron certificados de participación por un monto total de \$ 2.100 millones (máxima emisión autorizada). En setiembre de 2019, algo más tarde que lo estimado originalmente, se completó la integración del total autorizado.

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

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidades de inversión, las participaciones en subsidiarias no se consolidan, según la excepción prevista en la NIIF 10, y en su lugar se presentan al valor razonable con cambio de resultados.

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 de los proyectos que representan las sociedades mencionadas 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.

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 2020.

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	2.311.424	2.006.705	1.460.638
Activo Corriente	551.963	463.620	111.063
Activo no Corriente	1.759.461	1.543.085	1.349.576
Pasivo	32.480	65.346	53.147
Pasivo Corriente	32.480	65.346	52.997
Pasivo no Corriente	-	-	150
Patrimonio	2.278.944	1.941.360	1.407.492
Total Pasivo y Patrimonio	2.311.424	2.006.705	1.460.638
Razón Corriente	16,99	7,09	2,10

Fuente: EE.CC fideicomiso

Como se aclara líneas arriba, estos estados contables no se consolidan con las empresas subsidiarias; en cambio se refleja en estos EE CC el patrimonio de cada una de ellas como inversión del Fideicomiso.

El patrimonio contable al 31/12/20, según cotización de cierre (\$ 42,34), asciende a poco más de USD 53.8 millones, algo mayor a la registrada al 31/12/19 que fue de casi USD 52 millones⁷.

Como corresponde a cada fin de ejercicio, en esta oportunidad nuevamente se tasaron (a valor razonable) las inversiones en inmuebles en poder de cada una de las empresas subsidiarias lo que se refleja en el patrimonio del Fideicomiso así como en su estado de resultados tal como se expone en el siguiente cuadro.

Cuadro 4: Resultados del fideicomiso (miles \$)			
Concepto	30/09/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingreso por venta de inmuebles	-	5.248	27.485
Costo por venta de inmuebles	-	(4.770)	(26.376)
Resultados inversiones financieras	8.218	6.058	460
Resultado por valuación de inmuebles *	373.644	31.027	(34.047)
Resultados Operativos	381.862	37.563	(32.478)
Gastos de Administración	(65.036)	(72.453)	(63.823)
Resultados Financieros	20.914	8.846	3.926
Resultados antes IRAE	337.740	(26.044)	(92.375)
IRAE	(156)	(88)	445
Resultado integral del período	337.584	(26.132)	(91.930)

Fuente: EE.CC fideicomiso

* Cambios en el valor razonable de las inversiones inmobiliarias en subsidiarias

Los resultados del año 2020 reflejan una importante valoración de las inversiones. Sumado a un menor costo de administración y resultados financieros positivos, el ejercicio 2020 cerró con un importante superávit.

⁷ Se recuerda que la integración recibida fue de \$ 2.100 millones en un periodo entre 2014 y 2019, lo que equivale aproximadamente a 74,2 millones de dólares.

4. Riesgos considerados:

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

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

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En el correr de los años se fueron presentando nuevas proyecciones a los efectos de ir adaptando las estimaciones iniciales a la realidad. Para esta calificación se presenta un nuevo flujo, que en esta oportunidad no considera los ingresos derivados de la construcción del proyecto La Caleta. Como consecuencia de este cambio, la TIR esperada para el inversor sería de 4,5% en pesos uruguayos, que implica una tasa negativa en moneda constante (-3% en Unidades Indexadas)⁸.

La tendencia a la reducción de la TIR esperada del proyecto ha sido una constante a lo largo de los años, consecuencia del atraso de las inversiones, algunos problemas constructivos, la desinversión de algunos proyectos y la reducción de otros. Esta última reducción en la TIR (la anterior era del 10,8%), es consecuencia adicional de que no se proyectan ingresos por los apartamentos de La Caleta, sino solamente por la venta de los terrenos y el proyecto.

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

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

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

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

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 muy probablemente no se concretará la construcción la primer torre de La Caleta (ya se había desistió de la realización de las otras torres de ese proyecto).

Como puede observarse en el siguiente cuadro, el proyecto de La Caleta, representaba el 31 % de los metros vendibles, sin considerar que el precio esperado era sensiblemente mayor al valor promedio de los metros cuadrados del resto de los proyectos. La no concreción de este proyecto afectará la rentabilidad del Fideicomiso ya que ese proyecto era uno de los dos más importantes del portafolio y el de mayor rentabilidad esperada.

⁸ El Operador presenta también una estimación de la TIR en caso de que se realice la obra de la primer torre de La Caleta, que arroja una tasa similar a la presentada en la anterior calificación, en el entorno del 10% en pesos corrientes.

Cuadro 5: Potencial total de Proyectos

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

(*) Proyecto aún no iniciado. Un módulo

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

Fuente: Administrador

El proyecto La Caleta se venía demorando sistemáticamente y era un emprendimiento necesario para alcanzar un flujo de ingresos que permita una mínima rentabilidad razonable. Su concreción está en duda y hoy parece poco probable, por lo que en esta oportunidad el administrador presenta el flujo financiero futuro sin la realización de esa primer torre.

La TIR que se presenta en esta oportunidad no considera la construcción de la tercera torre de Distrito M ni la construcción de la Torre 1 del proyecto de La Caleta. Se supone la venta de los cuatro padrones que integran el proyecto La Caleta, ya que al momento actual no se cuenta con las aprobaciones necesarias para comenzar con la construcción de la torre 1.

Los criterios considerados en la actualización de 2021, y que bajo la coyuntura actual CARE considera que alguno de ellos sería difícil concreción, fueron los siguientes:

- Forma de pago proyectos ANV: 20% en el compromiso de compraventa, 80% contra la ocupación.
- Forma de pago proyectos no ANV: 30% en el compromiso de compraventa, 60% en cuotas durante la obra, 10% contra la ocupación.
- Incremento de precios en USD proyectado desde segundo trimestre 2021, promedio anual 3,5% (incremento adicional al terminar obra).
- Incremento de costos en pesos: ajustes paramétricos de obras contratadas.
- Venta de los 4 padrones de la Caleta al valor de tasación 31/12/2020, más recupero de costos.

Con la base de los datos reales hasta marzo de 2021 y proyectando el resto del plazo del Fideicomiso el administrador estimó el flujo financiero y la TIR. Esta proyección supone la venta al precio de tasación de los padrones del Proyecto La Caleta, lo que CARE considera optimista, ya no sería fácil vender ese activo en un plazo corto.

El valor estimado de la TIR bajo estos nuevos supuestos fue de 4,5%, o sea más baja que la de marzo de 2020, que era del 10,8%, y bastante menor a la estimada y proyectada a setiembre de 2015 que fue de 25,4%. Estas tasas tienen la limitación de que refieren a pesos corrientes, por lo que debe descontarse la inflación. Si se convierten a Unidades Indexadas las integraciones y las distribuciones, la TIR sería negativa, del orden del -3,0%. Esto implica que los inversores recuperarán menos pesos constantes de los que integraron.

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

Cuadro 6. Flujo Financiero del Proyecto a marzo de 2021

En millones de pesos uruguayos	Años							
	2014-2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de caja antes de distribución	-1.431	-205	96	1.029	542	-101	675	-1
Aporte de capital (emisión)	1.540	560						
Distribuciones			-	-	2.021	-	469	214
Flujo	109	355	96	1.029	-1.479	-101	206	-214
Flujo Acumulado	109	464	560	1.589	110	9	214	0

Fte. Administrador

Cuadro 7. Flujo de Fondos y cálculo de la Tasa interna de retorno de los CPs, a marzo de 2021

En millones de pesos uruguayos	Años											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aportes de Capital (emisión)	-420	-315		-420	-385	-560						
Distribuciones									2.021	-	469	214
Flujo	-420	-315	-	-420	-385	-560	-	-	2.021	-	469	214
TIR DE CPs en pesos nominales	4,5%											
TIR DE CPs en UI	-3,0%											

Fte. Administrador

El fideicomiso comenzaría a distribuir fondos a los beneficiarios a partir del año 2022 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 4,5% en pesos nominales o del -3% en unidades indexadas.

Para este flujo de fondos, como es obvio no corresponde ningún análisis de sensibilidad.

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 Damodaran⁹ 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

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado¹⁰.

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

$E(R_m) - R_f$: 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 variable¹¹ y la tasa libre de riesgo).

Er_p : 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

⁹. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

¹⁰. Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

¹¹. Equity Risk Premium del S&P 500

década de los noventa y comienzos de la década del 2000, así como también las tasas extremadamente bajas de 2020. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,11%, y en el momento actual cercano a 1,5%¹².

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 2021 se ubica en 0,74 y en 0,86 para el promedio de los últimos 5 años, lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,96% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,63 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,1%. En este caso, la TIR esperada del inversor en CPs está sensiblemente por debajo de la tasa teórica por lo que la TIR esperada actualmente para los CPs, no se estaría dando satisfacción en la comparación con este parámetro.

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.

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*¹³.

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.*

¹². Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros. Las tasas han comenzado a recuperar pero aún se encuentran bajas en términos históricos.

¹³. Riesgo medio, se corresponde con la eventualidad de la realización del proyecto de La Caleta.

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el Plan de Negocios, y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que pueden incidir directamente en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

Como en las anteriores actualizaciones CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadoradora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público.

- Research Uruguay; **“La demanda en el mercado inmobiliario”**; febrero de 2021. Investigación periódica que realiza Research Uruguay contratada por CARE, con el objetivo de analizar la demanda en el mercado inmobiliario. Desde el punto de vista metodológico consiste en la realización de una encuesta entre las personas que buscan o buscaron viviendas en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- Bric Analytics; **“Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario”**; febrero de 2021.
- Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; **“Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”**. Informe elaborado por los autores para Care¹⁴; marzo de 2021.
- Uruguay XXI; **“Oportunidades de inversión en el mercado inmobiliario”**; diciembre de 2020.

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis del mercado objetivo. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, haciendo foco en la evolución de la vivienda.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

La economía mundial enfrentó un shock negativo inédito durante el último año asociado a la pandemia desatada por el COVID-19. La irrupción del virus implicó el despliegue de importantes medidas de restricción a la movilidad de las personas para lograr enlentecer el ritmo de contagio del virus y limitar su propagación, cuya contracara fue un importante deterioro de la actividad económica con impactos asimétricos sobre los distintos sectores de actividad y sobre la población. A este respecto, el Fondo Monetario Internacional estima que la actividad económica mundial se contrajo 3,3% en 2020 y proyecta

¹⁴. Los trabajos pueden solicitarse en care@care.com.uy

que ésta se recuperará a un ritmo anual de 6,0% en 2021, aunque de forma asimétrica entre países.

En respuesta a la profunda crisis económica, los gobiernos han desplegado políticas fiscales y monetarias extremadamente agresivas, que, no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que también han configurado un escenario financiero benigno para las economías emergentes. En este sentido, los elevados niveles de liquidez internacionales han derivado en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercanas a cero o incluso negativas- y un dólar que tiende a debilitarse a nivel mundial. Este escenario, si se extendiera en el tiempo, implicaría un mayor flujo de liquidez a países emergentes.



De todas formas, en tanto la incertidumbre aún continúa siendo en extremo elevada, existen riesgos a la baja y al alza que podrían impactar sobre la trayectoria de la recuperación. Por un lado, la evolución del virus podría implicar nuevos brotes con impacto negativo en la actividad (ej. Europa). En paralelo, la vacunación podría limitar este riesgo o incluso acelerar el proceso de recuperación en algunos mercados. Por otro lado, el escenario de bajas tasas de interés no permite descartar escenarios de estrés financiero o incluso de generación de burbujas en algunos activos.

En línea con lo anterior, Uruguay no escapa a las consecuencias sanitarias y económicas de la pandemia. En este sentido, el Banco Central del Uruguay recientemente ha publicado que la actividad económica se ha contraído un 5,9% anual durante el último año, al tiempo que se espera que la actividad se recupere a un ritmo anual de 3,0% y 2,5% para 2021 y 2022, respectivamente. Esto implicaría que el país recién alcanzaría en 2023 los niveles de actividad previos a la pandemia

⁹. Los trabajos pueden solicitarse en care@care.com.uy

La irrupción de la pandemia obligó a las autoridades a desplegar medidas para mitigar el impacto adverso de la pandemia sobre los sectores de actividad y la población más afectada. En este sentido, el Gobierno dispuso de una serie

de medidas de soporte fiscal que ascendieron a 1,3% del PIB, sumadas a un sistema de garantías crediticias que a febrero 2021 garantiza préstamos por casi USD 700 millones. Asimismo, el Banco Central del Uruguay asumió una instancia expansiva de política monetaria¹⁵ como forma de evitar restricciones en el mercado de dinero que podrían generar tensiones sobre la cadena de pagos¹⁶, al tiempo que tomó medidas para estimular el crédito en moneda nacional.

A pesar de las medidas implementadas, la caída de la actividad tuvo su correlato en el mercado laboral donde el empleo se vio fuertemente deteriorado. Esto es incluso más importante si se considera que la pandemia impactó sobre un mercado laboral que había experimentado una evolución negativa durante los últimos cinco años. La caída del nivel de empleo implicó un deterioro en los ingresos de los hogares, fenómeno que se vio reforzado por la caída en el salario, tanto en términos reales como en dólares. No obstante, como se verá a continuación esto no ha tenido un impacto, hasta el momento, en los precios de los inmuebles a nivel agregado aunque es posible que haya restado dinamismo a las compraventas, al menos durante parte del 2020.

2. Mercado inmobiliario: evolución reciente y perspectivas

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros.

Este 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 el sector 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, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2018) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece a partir de mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina.

2.a. Vivienda

i. Oferta de vivienda

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

¹⁵. Se debe considerar que en setiembre el Banco Central del Uruguay decidió cambiar de instrumento para el manejo de la política monetaria, volviendo al instrumento tasa de interés. Este cambio tiene como objetivo dotar de mayor transparencia al manejo de la política monetaria, anclar las expectativas de los agentes, lograr que la inflación converja al rango meta y en última instancia ayudar a la desdolarización de la economía.

¹⁶. Las rebajas de tasas de interés se tradujo en menores costos para el acceso al crédito en el mercado financiero doméstico.

vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, y por tanto es dable pensar que las características promedio del stock de viviendas no se mantenga en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc.

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social) en 2011, introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes habrían dado un nuevo impulso a posibles nuevos proyectos de gran impacto.

En lo que respecta a la nueva oferta edilicia, 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. Análogamente, se observa un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda, responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas que se describen en el capítulo que analiza la demanda de vivienda. Las viviendas que ha ido adquiriendo este fideicomiso se ajustan a estas tipologías.

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

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

ii. Demanda por consumo e inversión

Por su naturaleza, los activos inmobiliarios son un bien de uso y, al mismo tiempo, un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. En este sentido, los primeros refieren principalmente al crecimiento de la población -y otros cambios de paradigma de carácter social-, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital internacionales.

ii.i. Factores que inciden en la demanda para uso

ii.i.i. Factores Sociales

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan cambios sustanciales en los próximos 25 años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios en los determinantes del crecimiento natural o un saldo migratorio positivo. Precisamente, en los últimos años Uruguay ha recibido un número importante de inmigrantes, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI¹⁷. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

A su vez, existen otros drivers propios de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son:

- i)** el avance en la esperanza de vida;
- ii)** la creciente fragmentación del hogar;
- iii)** la disminución de la tasa de matrimonios;
- iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y;
- v)** la inseguridad. Todos estos elementos han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda y seguirán impactando en las preferencias de los hogares.

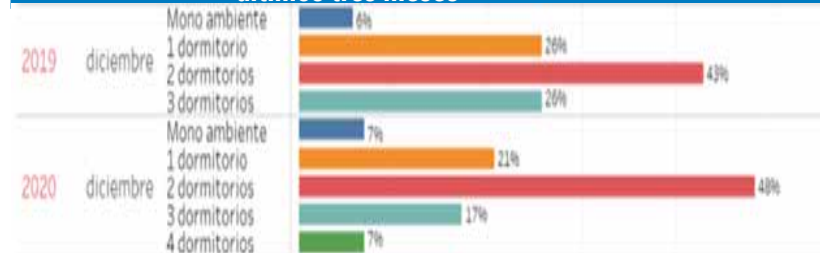
En el año 1990 los uruguayos vivían 73 años en promedio, mientras que a la fecha, la esperanza de vida al nacer es de 80,2 años en las mujeres y 73,2 en los hombres, según información publicada por la OMS. En el año 2011 el 24% de los hogares estaban habitados por una sola persona mientras que en 1996 era el 17% (Censos de Población y Vivienda). En el sentido inverso, en 1996, el hogar biparental con hijos alcanzaba al 40% de los hogares mientras que en el último Censo representó 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, especialmente en Montevideo.

Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

¹⁷. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

Para cuantificar la demanda, se contrató los servicios de Research International Uruguay. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: más del 70% de los entrevistados en la encuesta realizada, prefieren unidades que cuenten con 2 dormitorios o menos.

Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



Con respecto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda esté situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo. Adicionalmente, con respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores diferenciales a la hora de elección de una vivienda.

La tipología de viviendas que construye el Fidecomiso se encuentra alineada con las tendencias de la demanda,

ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, está evidenciando una caída después de un aumento sostenido a partir de la crisis económica y financiera del 2002. Esta caída está explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a la irrupción de la pandemia.

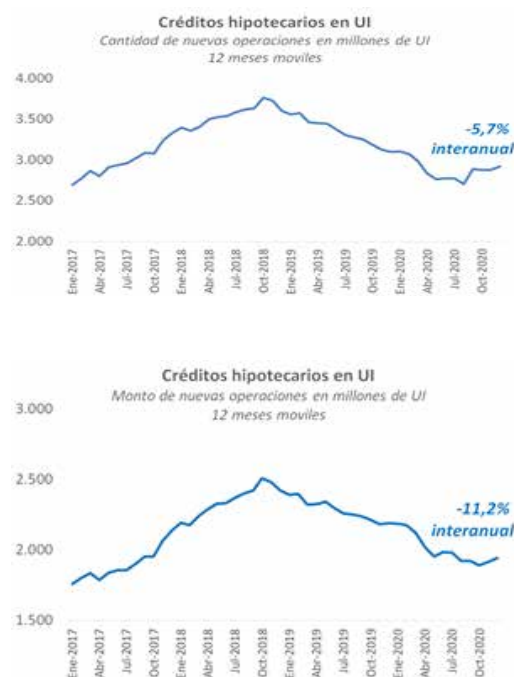
Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó mayormente en los primeros meses luego de la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. En particular, la propensión a comprar bienes durables presentó una pronunciada caída durante este periodo.



A pesar de ello, durante el segundo semestre de 2020 las expectativas registraron una ligera mejora, con una importante recuperación -parcial con

respecto a la caída-, lo que representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles. De todas formas, como destaca Briq Analytics, concomitantemente se registró una caída de la confianza de las personas en sus finanzas personales, lo que podría traer aparejado consecuencias de mediano plazo sobre el mercado inmobiliario.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario por parte de las familias, de acuerdo a Briq Analytics, el crédito hipotecario parecería haber alcanzado un piso durante el primer semestre del último año. A partir de entonces, habría evidenciado una ligera recuperación en la cantidad de operaciones nuevas y en los montos de estas operaciones, destacándose la evolución durante los últimos meses del año. Al cierre del año, la cantidad nueva de créditos hipotecarios en Unidades Indexadas registró una caída 5,7% en términos anuales, aunque a dos velocidades dentro del mismo 2020.



En cuanto al stock de créditos hipotecarios para las familias, de acuerdo a información del Banco Central del Uruguay, al mes de diciembre del último año este ascendía 2.515 millones de dólares (caída de 3,3%) interanual, al tiempo que la morosidad ascendió a 1,3% (aumento de 0,2 p.p. interanual).

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió a 4,7% para 2020, guarismo 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%. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el coeficiente crédito hipotecario/PIB en el Uruguay es reducido en relación a los países desarrollados y algunos países de la región.

De esta forma, es posible argumentar que el crecimiento del sector de vivienda se vería beneficiado de un mercado financiero más profundo y un mayor desarrollo del crédito hipotecario. A este respecto, el sistema financiero

enfrenta restricciones debido al tamaño y composición de sus hojas de balance. En este sentido, estos 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.

Para los agentes demandantes de estos instrumentos, algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son la posesión de ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$140.800 líquidos mensuales por núcleo familiar. Según datos del INE, este último monto es un 83% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano. Es interesante destacar que el incremento del ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito ocurre al mismo tiempo que las tasas de interés de los créditos se han venido reduciendo en los últimos años.

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 BHU. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m². La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Valores a pesos constantes de 2020.

Fuente: Research Uruguay y BRIQ Analytics. Diciembre 2020.

ii.ii. Factores que inciden en la demanda por inversión

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo inversión está principalmente determinada por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) 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). Con respecto a este último episodio, tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron reposicionando sus portafolios, considerando las relaciones riesgo-retorno de los activos globales y los activos domésticos, entre los que figuran los inmuebles.

Al día de hoy, las bajas tasas de interés a nivel internacional y la debilidad del dólar asociados a extraordinarios estímulos monetarios llevados adelante por la Reserva Federal de EE.UU. generaría condiciones favorables para el fortalecimiento de la demanda de inmuebles como inversión.

Esto se evidencia en la última encuesta realizada por Research Uruguay, donde el 15% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, el guarismo más alto desde que se realiza esta medición. De esta

forma, podría argumentarse que los compradores por motivo inversión han salido en búsqueda de oportunidades de negocio aprovechando la coyuntura.

2.b. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

i. Evolución general de operaciones y precios

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.

En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA, sumado al índice de operativa inmobiliaria elaborado por Briq Analytics permiten aproximar la coyuntura del sector inmobiliario casi a tiempo real. Este último se construye conjugando distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector: la recaudación de ITP, el número de avisos que dejan de estar publicados en la web y el nivel de créditos hipotecarios bancarios (cantidad de nuevas operaciones).

De acuerdo a éste, luego de registrar un fuerte deterioro en las operaciones durante el primer semestre del último año (caída de 24% interanual), éstas registraron una importante recuperación durante la segunda mitad del año (incremento de 9,7% interanual). De esta forma, una vez superado el impacto inicial asociado a la irrupción de la pandemia, el mercado inmobiliario habría recuperado rápidamente su nivel de operaciones previo a ello.

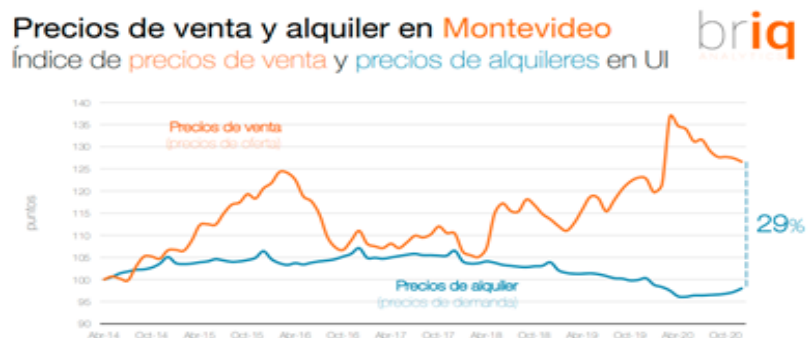
Evolución del mercado inmobiliario
Índice de operativa de Briq Analytics



Fuente: Briq Analytics

Con respecto a cada uno de los subíndices que conforman este indicador, tanto la recaudación del ITP como el volumen de crédito hipotecario y la cantidad de avisos que dejan de estar publicados en la web mostraron evoluciones positivas. En este sentido, mientras que la recaudación de ITP aumentó 23% en términos interanuales durante el segundo semestre del año, los créditos hipotecarios hicieron lo propio a un ritmo de 8% interanual. En cuanto a los avisos clasificados retirados, por su parte, se registró un aumento durante el semestre que ascendió a 13% interanual. Esto último, sin considerar nueva oferta entrante, implicaría que estas operaciones fueron cerradas.

en dólares reacciona más lentamente (a la baja) que el IPC o el IMS. Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI o en UR aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en los años 2015 y 2020, donde el dólar aumentó sensiblemente, pero los valores de transacción aún se mantuvieron en dólares corrientes. De todas formas, se debe tener en cuenta que el incremento del dólar del último año fue seguido de un período de estabilidad de la moneda, lo que ha logrado reducir paulatinamente el precio de la vivienda en unidades indexadas, aunque aún se encuentra por encima de su nivel previo a marzo de 2020.



Fuente: Briq Analytics

Esta evolución de los precios de vivienda en unidades indexadas acentuó la ya existente brecha con respecto al precio de los alquileres. Si bien esta tendió a moderarse luego del overshooting cambiario de marzo, aún continúa en niveles más elevados que previo a la pandemia. Esta importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de estos últimos desde la óptica del consumidor, en tanto se vuelven una opción más atractiva en términos relativos.

Se debe notar que en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo. En concreto, la evolución del número de hogares inquilinos en este departamento ha presentado un sostenido aumento desde 2016: desde entonces estos aumentaron en 14.000 hogares. Es posible argumentar que este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de las viviendas con respecto a aquellos de alquiler.

ii. Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios

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.

iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante el segundo semestre del último año, se espera que el mercado inmobiliario exhiba cierta estabilidad, en especial en cuanto a compraventas. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 que parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de las transacciones sobre el cierre de 2020.

La confianza de los consumidores evidenció recientemente una parcial recuperación que habría apuntalado la concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. De todos modos, se debe tener en cuenta que la caída del poder adquisitivo de los hogares, sumada a la elevada incertidumbre respecto a su recuperación podría impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores a futuro en tanto estos podrían mostrarse más cautelosos a la hora de asumir compromisos de largo plazo. No obstante, el relevamiento realizado por Research no muestra cambios relevantes entre aquellos que buscaron vivienda en los últimos tres meses y aquellos hogares que planean entrar al mercado en los próximos meses.

En contraposición, la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel internacional y su correlato en el mercado local podría amortiguar la caída del poder adquisitivo de los hogares, lo cual sumado a las reducidas tasas de interés podría impactar positivamente sobre las decisiones de compra de los demandantes.

De todas formas, en una primera instancia es posible que los primeros efectos primen sobre los segundos, por lo que podría esperarse un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, en particular atendiendo la persistente divergencia en los precios de compraventa y alquiler.

Por su parte, quienes estén buscando vivienda como inversión, seguirán presionando sobre el mercado inmobiliario al menos mientras las tasas de interés se mantengan bajas y no haya muchas opciones para invertir. Se ve también con cierta expectativa favorable una demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera de reciente implementación.

Todo indica entonces que a pesar de la existencia de una situación económica no muy favorable, el Fideicomiso podría mantener operaciones de compraventa razonables, ya que hay oportunidades para ello.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles existe y se fortalecerá una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años. La disponibilidad de créditos hipotecarios de largo plazo será un factor clave para dinamizar la demanda de vivienda.

3. Las políticas públicas

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas de forma eficiente e incentivos que atienden la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. La nueva administración de gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de nuevas disposiciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020.

Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios. Será vital que los gobiernos departamentales electos actúen en el mismo sentido a partir de 2021. Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Los proyectos promovidos deben ser de más de 6,5 millones de dólares de inversión.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculados a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada revalorización se encuentra acotado, ya que más allá de circunstancias coyunturales existe una demanda real y en expansión por inmuebles del tipo de los que se construyen 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. uy¹⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹⁸ . **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 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 media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio. Riesgo medio.**