

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

Montevideo, noviembre de 2025

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

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO
COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I**
03 - noviembre - 2025

Plazo:	11 años (hasta setiembre 2025)
Monto de Emisión:	\$ 2.100.000.000
Fecha de primera suscripción	en setiembre de 2014.
Administrador:	Compass Group Uruguay Investment Advisors
Fiduciario:	República AFISA
Activo Fideicomitido:	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	República AFISA
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de abril de 2026 ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tambler
Calificación de riesgo:	BB.uy ²
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros ³ .

¹. En caso de que se extienda el plazo.

². La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes

³. Disponible en www.care.com.uy

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

Resumen General

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

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

a) Respecto de los títulos

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original⁴.

b) Respecto de la Administración

- 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, visto los avances logrados hasta el momento, no parece posible que se logren alcanzar los resultados del planteo original.
- La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos fue una medida acertada en su momento, pero la demora en el inicio de las obras atentó en contra de la rentabilidad.
- El plazo del Fideicomiso fue ampliado en julio de 2020 y estaba prevista su finalización en setiembre de 2025. El 18 de setiembre de 2025 la Asamblea de Titulares aprobó una modificación del contrato de fideicomiso que fue suscrita el 22 de setiembre y aprobada por el BCU el 28 de octubre. Entre otros aspectos, dicha modificación dispuso una ampliación del plazo por 3 meses, contados a partir del 25 de setiembre de 2025. Como se verá, el proceso de desinversión no ha culminado, resta por finalizar y comercializar los apartamentos de Ava La Caleta y algunos más en stock, así como excedentes de tierra y otros proyectos. En este sentido habrá que prestar especial atención a las estrategias que se sigan para lograr una adecuada desinversión que no tenga efectos negativos adicionales sobre una rentabilidad que ya se encuentra muy deteriorada.

c) Respecto del activo subyacente

- El plan de negocios original desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soportó en su momento los stress 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 ocurridos en la ejecución de los negocios.
- El negocio ofrecía bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable, tal como para múltiples circunstancias fuera analizado en el momento de la calificación original. No obstante y como se señalara en anteriores actualizaciones, existieron una serie de factores que fueron reduciendo los retornos esperados de la mayoría de los proyectos: atraso de las inversiones, ocurrencia de algunos problemas constructivos, desinversión de algunos proyectos, la reducción en algunos, entre otros factores.

⁴. Ver www.care.com.uy

- La proyección del flujo financiero aportado por el administrador para la anterior actualización con datos reales a diciembre de 2024 y proyectando hasta que se culmine con la venta de todos los activos del Fideicomiso (estimado a diciembre de 2027)⁵, determina una TIR para los inversores de un 5,0% en pesos corrientes (moneda de la emisión), pero sería negativa en moneda constante (-2,1% en Unidades Indexadas). Estos valores son más bajos a los de un año atrás (6,0%), y notoriamente insatisfactoria, ya que no lograría mantener mínimamente el valor real de la moneda.
- El fortalecimiento del peso frente al dólar, ocurrido en los últimos años, ha tenido un efecto adicional en la reducción de la rentabilidad del fideicomiso, aunque en este caso no es la razón principal. Si se estima la TIR en el equivalente a dólares, la tasa también sería levemente negativa para el inversor (-0,32%). El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 3% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de junio de 2025. Eso implica que, para no reducir la rentabilidad el precio en dólares de los inmuebles debería haberse ajustado al alza en una mayor proporción. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones, por lo que los márgenes del desarrollador se ven adicionalmente afectados.
- En el primer semestre del 2025 se comenzaron a entregar las primeras unidades de Ava La Caleta para los primeros meses del 2025 y se espera la entrega final de la constructora durante el segundo semestre de este año. La comercialización exitosa de este emprendimiento es clave para evitar un mayor deterioro de rentabilidad, en ese sentido, la administradora ha venido encarando una serie de promociones destinadas directamente hacia el público objetivo.
- El resto de los emprendimientos ya se encuentran con un elevado nivel de ocupación aunque algunas unidades del Distrito M y de Torre Centra se han alquilado y otras se han colocado a través del sistema de alquiler con opción a compra. Resta la comercialización aún de algunas pocas unidades en stock de estos emprendimientos, así como también el basamento comercial de Distrito M y la parte residencial de Torre 3.

d) Respeto del entorno

- El mercado inmobiliario ha evolucionado favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Desde entonces, el sector evidenció un impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

⁵. La liquidación del Fideicomiso está prevista para setiembre de 2025, pero el proceso continua hasta la venta de todos los activos.

- La mejora en el ingreso de los hogares y el reciente fortalecimiento del peso, determina un escenario algo más favorable para la demanda por inmuebles, al menos en relación a los precios relativos y las tasas de interés, aunque como es habitual esto tiene efectos asimétricos en la producción de vivienda
- No es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido es la vuelta a la apreciación real del peso, luego del impasse del segundo semestre de 2024. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a los eventos adversos, como es el caso del sector hacia el cual está dirigido el proyecto La Caleta.
- Por su parte, los precios de los alquileres han moderado sus aumentos y han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo, probablemente estimulada por la vivienda promovida.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con la mayoría de las unidades de este Fideicomiso. Para el caso del proyecto Ava La Caleta el mismo está destinado a un sector de mayor poder adquisitivo y en una zona en amplio desarrollo.
- 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. 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.
- 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 que atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda. El Presupuesto remitido al Parlamento introduciría algunas nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial (restringiendo zonas de alto valor comercial) y acercando la vivienda promovida a otros programas de acceso a la vivienda. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados. La política de vivienda actual se concentra en sectores de ingresos bajos y medios y tiene como objetivo reducir el déficit habitacional mediante un conjunto de instrumentos variados, que al momento no permite identificar efectos en uno u otro sentido.

I. INTRODUCCIÓN

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 a partir del 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 Tambler.

2. Antecedentes generales, estado de los proyectos, y hechos salientes del período

A. Antecedentes Generales

Se llevaron adelante un total de 6 proyectos, de los cuales 5 ya han culminado la etapa constructiva, estos son: Distrito M (dos torres), Escollera, Julio Cesar II, Torre Centra y Chaná; los que totalizan 511 unidades.

El sexto proyecto, Ava La Caleta, que aportará 118 unidades más, inició la obra en el último trimestre de 2021 y estaría culminando en el segundo semestre de 2025. Como ya fuera informado en anteriores actualizaciones el inicio de la obra se fue demorando y recién en el 2021 se lograron los consensos necesarios con los inversores. Se realizó el primer edificio y se venderá el proyecto con el terreno excedente.

El resto de los proyectos: Tres Cruces, Sky Blue C y Benito Blanco, se han dado de baja, y no se llevarán adelante. En enero de 2024 se vendieron las acciones de la sociedad anónima y el proyecto Benito Blanco quedando totalmente desinvertido por parte del fideicomiso. Para el proyecto Tres Cruces se siguen analizando estrategias para desinvertir.

- Desde marzo de 2019 el Administrador del Fondo modificó su equipo de gestión. Actualmente Sofía Gutiérrez lidera el equipo operativo del fondo.
- En la actualización de calificación de mayo 2020 se ajustó la nota al nivel actual; antes, en noviembre de 2019 se le había otorgado nota de grado especulativo.
- En julio de 2020 se firmó una modificación del contrato de Fideicomiso, con el objetivo de contemplar aspectos operativos y estratégicos del Fideicomiso y en acuerdo de todas las partes, Administrador, Inversores y Fiduciario. Algunos de los principales contenidos de esta modificación fueron la extensión del plazo a 9 años, aspectos relacionados al inicio de los nuevos proyectos, y el cambio en el cálculo de la retribución del Administrador.
- El 12 de octubre de 2021 se firmó una nueva modificación del contrato de Fideicomiso, con el objetivo de poder avanzar en el proyecto Ava La Caleta. Los principales contenidos de esta modificación refieren a una nueva extensión del plazo del Fideicomiso que pasó a ser de 11 años, se ampliaron y modificaron las funciones y responsabilidades del Comité de Vigilancia y se volvió a ajustar la comisión del administrador para los años 2023, 2024 y 2025.

B. Estado de los proyectos a junio de 2025

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos, 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, se aprobó el Plano Definitivo de Propiedad Horizontal, se firmó el texto del Reglamento de Copropiedad y quedó configurado el régimen de PH. 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 vendieron al FF Península 56 apartamentos y 36 garajes, habiéndose cobrado el 100% del precio acordado.

El proyecto cuenta con el 100% de las unidades residenciales vendidas, resta aún comercializar parte de los garajes individuales del subsuelo. A junio de 2025 quedan por comercializar 3 garajes (10% del total).

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

• **Proyecto Ava La Caleta**

Este proyecto está ubicado en Canelones y está destinado al segmento socioeconómico medio-alto. En este caso, se proyectó la construcción y comercialización de la primera torre (118 unidades) y la venta del remanente de tierra y el proyecto 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).

Se aprobó por parte de la IC la reformulación de los plazos de pagos, extendiéndolos hasta 2024 y las obras de infraestructura establecidas en el acuerdo de mayor aprovechamiento (Contrato Plan) a ejecutarse hasta la finalización de la obra. Se renegoció con la IC nuevas condiciones para mejorar el impacto económico y finalmente en el primer semestre de 2025 comenzaron las obras de infraestructura alrededor de la torre.

En octubre de 2021, luego de la obtención de los consensos necesarios finalmente se firmó el acta de inicio de obra.

Respecto de las actividades comerciales, se realizó oportunamente la construcción de un Showroom que está operativo desde mediados de 2024, y se trabaja en el acuerdo con 6 inmobiliarias (5 de Carrasco y una de Argentina), y en diversas acciones de promoción.

A junio de 2025 el avance de obra es muy significativo, en el primer trimestre del año se entregaron los primeros apartamentos y se espera la entrega final de la constructora en el segundo semestre de 2025.

Se está trabajando en las estrategias de desinversión en las tierras remanentes.

• **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, y se firmó la Recepción definitiva con la constructora.

Se aprobó del plano definitivo de propiedad horizontal y se registró el reglamento de copropiedad. Este proyecto obtuvo el amparo del nuevo régimen de vivienda de interés social.

Al 30 de junio de 2025, el proyecto cuenta con 248 unidades vendidas un 92% del total. Quedan 20 unidades en stock sin vender, de las cuales 9 están ocupadas bajo alquiler tradicional, 8 alquiladas con opción a compra y 3 sin ocupar. Los ingresos de los alquileres han permitido minimizar los costos

operativos del proyecto y costear la totalidad de los gastos comunes de las unidades que aún no se han comercializado.

El proyecto consideraba una tercera torre de 73 unidades adicionales (Etapa II), lo que estaba sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones, que en su momento no se cumplieron. En consecuencia, se decidió no construir ese edificio y vender la tierra y el proyecto.

Se vendió el local comercial de Torre 2 y se firmó un boleto de reserva por el basamento comercial de Torre 3, en donde se está construyendo una estructura -a costo del comprador- sobre la cual en un futuro se podría construir la Torre 3, por parte de otro desarrollador. Se arrendaron de los locales de la Torre 1.

• ***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 presentó el legajo para la obtención de la final de obra, el cual se espera que ocurra en breve.

Todas las unidades se han vendido.

• ***Proyecto Chana***

Este proyecto se encuentra terminado y plenamente ocupado. Es un edificio de 15 apartamentos, 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, y cuenta también con un basamento comercial.

Se completó la obra en el último trimestre del año 2020, se firmó la Recepción Provisoria con la constructora y se entregaron las unidades comercializadas.

Se aprobó plano definitivo en Catastro y ya se firmó el reglamento de copropiedad. El proyecto obtuvo el amparo al nuevo régimen de vivienda de interés social. Se espera a firmar la recepción definitiva en el segundo semestre de 2025.

A diciembre de 2024 el proyecto contaba con 94 apartamentos vendidos (99%), y se cuenta con una unidad alquilada bajo la modalidad de opción a compra, por lo que no hay apartamentos disponibles.

- La mayoría de los proyectos adquiridos tienen como destino la construcción de Vivienda de Interés Social (VIS), con excepción de Ava 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 inferiores a los proyectados.

C. Hechos Salientes del Período

- El 22 de setiembre de 2025 se suscribió una modificación al contrato de Fideicomiso, que entre otros aspectos, dispuso un cambio del plazo a través de la extensión del periodo de desinversión por un plazo adicional de 3 meses, contados a partir del 25 de setiembre de 2025, por lo que el nuevo plazo de finalización sería sobre fines de diciembre de 2025, siempre que no se modifique nuevamente el contrato. El 28 de octubre de 2025 el BCU comunicó la aprobación de las modificaciones al contrato de Fideicomiso.
- Con respecto a Ava La Caleta, se avanzó en el cronograma de obra y se entregaron las primeras unidades vendidas en el primer trimestre del año, continuándose con la entrega en el segundo trimestre. Se sigue trabajando en la promoción comercial y en la reserva de unidades. Se planifica la inauguración del edificio en el segundo semestre de 2025.
- Se trabaja en estrategias para desinversión de las tierras remanentes del proyecto La Caleta y en la venta del basamento comercial.
- Se firmó el acuerdo correspondiente con la Intendencia de Canelones y en primer semestre del 2025 comenzaron finalmente las obras de infraestructura alrededor de la torre (L Caleta) establecidas en el acuerdo de mayor aprovechamiento (Contrato Plan) a ejecutarse hasta la finalización de la obra.
- Se sigue avanzando en el proceso de comercialización de las unidades en stock de los proyectos culminados, básicamente del Distrito M, así como también en las estrategias de desinversión del basamento comercial de ese proyecto. Se avanzó en negociaciones para desinvertir los pisos residenciales de la Torre 3 en un esquema de aporte y obtención de unidades terminadas para comercializar.

3. Información analizada

La información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último al 30 de junio 2025.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; setiembre de 2025.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; setiembre de 2025.
- Estados Contables del operador al 31 de diciembre de 2024.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/25.
- Estados Contables intermedios de la Fiduciaria al 30/06/25.

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 liquidez. 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. Su único accionista es el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU).

Según EE.CC intermedios al cierre del primer semestre de 2025 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 1.071 millones. Esto supone un nuevo incremento respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial a la fecha indicada y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Activo Corriente	171.045	185.025	154.257
Activo no Corriente	1.009.035	999.946	887.931
Pasivo	108.903	131.997	107.225
Pasivo Corriente	73.962	100.178	76.809
Pasivo no Corriente	34.941	31.818	30.416
Patrimonio	1.071.178	1.052.974	934.963
Pasivo y Patrimonio	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Razón Corriente	2,31	1,85	2,01

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del semestre finalizado en junio 2025, la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30-Jun-25	30-Jun-24	31-Dec-24
Ingresos Operativos	281.773	264.495	501.792
Costo de los servicios	(106.095)	(98.424)	(220.973)
Resultado Bruto	175.678	166.071	280.818
Gastos administrativos	(63.980)	(61.543)	(112.582)
Resultado Operativo	111.698	104.527	168.237
Resultados financieros	(13.368)	4.011	18.827
Resultados antes de IRAE	98.329	108.538	187.064
IRAE	(16.186)	(15.793)	(29.174)
Resultado del Ejercicio	82.143	92.746	157.890
Ajustes integrales	61	61	(364)
Resultado integral del periodo	82.204	92.806	157.526

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva RAFISA continúa teniendo niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2025, la firma continúa manteniendo 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; 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 (luego CGU) son propiedad de Compass Group Holding SA⁶ 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*.

Los CP's suscriptos e integrados por CGU fueron vendidos al único accionista, Compass Group Holding Sa, razón por la cual ya no figuran en el balance de la firma uruguaya.

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 la firma estaba capacitada para gestionar el proyecto. Sin embargo, su implementación no fue satisfactoria.

En lo que respecta a su situación económica financiera, el último balance disponible, que incluye informe de auditoría independiente, fue el cerrado al 31/12/2024. Los resultados del último ejercicio fueron negativos; no obstante, en este aspecto no se advierten riesgos en que CGU pueda gestionar la última etapa en que se encuentra el Fideicomiso.

⁶. Con fecha 29/10/2024 se transfirieron el 100 % de las acciones del accionista indirecto de la sociedad a Vinci Partners Investments Ltd. una entidad registrada en las Islas Cayman y que está listada en la bolsa de USA (NASDAQ)

3. El Fideicomiso

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

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

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

En cuanto a la nómina de las sociedades, son las mismas respecto a informes anteriores, con la excepción de la denominada Demiluz SA que, como se informara oportunamente, fue baja al venderse el 100 % de las acciones.

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

Algunas de las mencionadas sociedades ya no tienen actividad; una descripción más detallada del estado de desarrollo de cada uno de los proyectos se realiza 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 mantiene Reservas de Construcción por cada proyecto en desarrollo; esta se compone del costo total de construcción, deducidas las inversiones ya realizadas más los créditos a cobrar por preventas. Dicha reserva podrá estar compuesta por fondos líquidos, instrumentos financieros e integraciones pendientes de ser realizadas por los titulares de los certificados de participación.

En los cuadros siguientes se exponen en forma resumida las principales partidas de los estados de situación patrimonial y de resultados (intermedios) del Fideicomiso al 30/06/2025.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	2.298.639	2.244.720	2.695.230
Activo Corriente	324.447	331.661	406.415
Activo no Corriente	1.974.192	1.913.059	2.288.814
Pasivo	173.004	106.735	572.225
Pasivo Corriente	173.004	106.735	572.225
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	2.125.635	2.137.985	2.123.005
Total Pasivo y Patrimonio	2.298.639	2.244.720	2.695.230
Razón Corriente	1,88	3,11	0,71
Fuente: EE.CC fideicomiso			
Patrimonio en miles de dólares	53.748	48.518	54.405

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

El patrimonio contable al cierre del primer semestre de 2025, expresado en dólares según cotización de cierre (\$ 39.548), asciende a USD 53.7 millones, valor superior al del cierre del ejercicio pasado, explicado fundamentalmente por la apreciación del tipo de cambio, pero igualmente por debajo de la emisión recibida⁷.

Cuadro 4: Resultados del Fideicomiso (miles \$)			
Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Cambios de valor de propiedades en subsidiarias	37.475	(31.706)	30.506
Resultados inversiones financieras	2.335	9.275	15.161
Resultado por valuación de inmuebles	-	379	-
Resultado por venta de acciones de subsidiarias		379	
Resultados Operativos	39.810	(22.052)	46.046
Gastos de Administración	(23.512)	(22.657)	(60.421)
Resultados Financieros	(28.556)	5.578	33.295
Resultados antes IRAE	(12.258)	(39.131)	18.920
IRAE	(92)	(88)	(3.939)
Resultado integral del período	(12.350)	(39.219)	14.980
Resultado por CP	(0,12)	(0,37)	0,14
Fuente: EE.CC fideicomiso			

Los resultados del periodo informado son negativos pero se recuerda que, por tratarse de un cierre intermedio no hay valuación de inmueble. Un análisis más detallado de la marcha de los distintos negocios se puede ver en otra sección.

El 26 de setiembre de 2025, RAFISA comunicó al BCU que el 22 de setiembre de 2025, se suscribió una modificación al contrato de Fideicomiso, que entre otros, dispuso un cambio del plazo a través de la extensión periodo de desinversión por un plazo adicional de 3 meses, contados a partir del 25 de setiembre de 2025. El 28 de octubre de 2025 el BCU comunicó la aceptación de los cambios y en consecuencia se procedió a inscribir la modificación en el Registro del Mercado de Valores.

⁷. Se recuerda que la integración recibida fue de \$ 2.100 millones en un periodo entre 2014 y 2019.lo que equivalió, según cotización de la época, aproximadamente a USD 74.2 millones.

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo constructivo, que supone la falta de idoneidad técnica o de disponibilidad financiera para realizar el tipo de proyectos que se plantea en las condiciones necesarias para su comercialización. Dado el estado actual de realización, así como la disponibilidad financiera para terminar la obra Ava La Caleta, el riesgo está acotado. *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 adaptando las estimaciones iniciales a la realidad. En oportunidad de la calificación de abril 2025 el operador presentó una actualización del flujo financiero con información a diciembre de 2024, que vuelve a mostrar tasas de retorno para el inversor que no son satisfactorias, ya que de cumplirse esas proyecciones no se estaría recuperando la totalidad del dinero invertido en moneda constante.

1. Evaluación de la 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 sobre la base del cumplimiento completo del proyecto original; luego las condiciones fueron cambiando.

Se subraya que las tasas de retorno esperadas han venido disminuyendo con relación a la propuesta original. Esta disminución obedece a la reducción del ritmo de ventas, al enlentecimiento en la ejecución de los proyectos y a la reducción de algunos desarrollos, motivo por el cual es en estos conceptos en los cuales hay que prestar particular atención. Por su parte, el enlentecimiento de las integraciones logró mitigar 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. Se ha desistido de la realización de la tercer torre del Distrito M y de buena parte del proyecto Ava La Caleta (solamente se realizó una torre).

Como puede observarse en el siguiente cuadro, el proyecto de Ava La Caleta, representa el 31 % de los metros vendibles, sin considerar que el precio esperado será sensiblemente mayor al valor promedio de los metros cuadrados del resto de los proyectos. La concreción y el éxito de este proyecto resulta clave para alcanzar una mínima rentabilidad -o más bien una mínima pérdida- del Fideicomiso ya que ese proyecto es uno de los dos más importantes del portafolio y el de mayor rentabilidad esperada.

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%
Total	629	100%	38.083	100%

(*) Proyecto en etapa constructiva. Un módulo

(**) Se consideran las dos torres construidas

Fuente: Administrador

Está previsto el plazo del Fideicomiso para diciembre de 2025, pero el flujo financiero contempla ingresos hasta diciembre de 2027, ya que resultaría necesario alargar el período de liquidación para vender los apartamentos que no se hayan comercializado a esa fecha.

Sobre la base de ese flujo se estimó la TIR esperada para el inversor en CP's que sería de 5,0% en pesos uruguayos corrientes, que implica una tasa negativa en moneda constante (-2,1% en Unidades Indexadas). Si se calcula la TIR en dólares corrientes la tasa sería apenas negativa ubicándose en -0,3%. Estas Tasas de retorno están calculadas para un inversor que adquirió los CPs al momento de su integración, al valor par, y se mantendría hasta la finalización del fideicomiso.

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 diciembre de 2024 (millones de pesos corrientes)

En millones de pesos uruguayos	2014-2018	Años									
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Flujo de caja antes de distribución	-1.450	-205	88	30	-1	-132	-75	1.727	555	618	
Aporte de capital (emisión)	1.540	560									
Distribuciones		-	-	-				2.058	555	618	
Flujo	90	355	88	30	-1	-132	-75	-331	-	-	
Flujo Acumulado	90	445	534	563	563	431	356	25	25	25	

Fte. CARE en base al Administrador

**Cuadro 7. Flujo de Fondos y cálculo de la Tasa interna de retorno de los CPs, a diciembre de 2024
(millones \$ corrientes)**

En millones de pesos uruguayos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-24	2025	2026	2027
Aportes de Capital (emisión)	-420	-315	-	-420	-385	-560	-	-	-	-	-
Distribucion de capital y dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	2.058	555	618
Flujo	-420	-315	-	-420	-385	-560	-	-	2.058	555	618
TIR del inversor en \$ corrientes	5,0%										
TIR del inversor en UI	-2,1%										
TIR del inversor en dólares	-0,3%										

Fte. CARE en base al Administrador

Este flujo supone que el fideicomiso comenzaría a distribuir fondos a los beneficiarios en este año 2025. De acuerdo a las fechas de integración del capital y las distribuciones, la Tasa Interna de Retorno de los certificados de participación sería de 5,0% en pesos corrientes o del -2,1% en unidades indexadas.

A modo de sensibilización, si las distribuciones bajaran un 5% la TIR en unidades indexadas sería de -2,7%.

Por otra parte, para obtener una rentabilidad positiva del 3% en unidades indexadas, las distribuciones a partir de 2025 deberían ser al menos un 58% superiores a lo previsto, mientras que para tener una rentabilidad igual a cero, las distribuciones deberían ser un 20% superiores. Todo indica que sería muy improbable que la rentabilidad en moneda constante para el inversor sea positiva.

Entre 2022 y 2024 ha sido notorio el impacto que sobre la TIR estimada ha tenido la reducción del dólar respecto del peso, situación se ha agravado en el primer semestre del 2025 como consecuencia de la caída del dólar en relación al peso. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída del 23% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de junio de 2025. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad del negocio, el precio de los inmuebles debería haberse ajustado más fuertemente al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones.

Si bien para realizar las proyecciones se tomaron precios crecientes en dólares (moneda en la que se mueve el mercado inmobiliario), los aumentos considerados no logran compensar el desfasaje entre el tipo de cambio y los costos de producción (unidades indexadas).

2. Estimación del Costo de oportunidad del Capital

Una forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital propio, ya que es la tasa que le pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁸, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la construcción de viviendas. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables. Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el “beta”⁹ promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,9, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (3,15%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 96 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,51%. En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,10%).

Esta estimación corresponde a una tasa en dólares americanos y dicho valor suele compararse con la TIR del proyecto, siempre que ambos datos estuvieran estimados en la misma moneda. La TIR estimada en dólares, como ya fuera comentado sería de -0,3%, por lo que estaría muy por debajo del costo de oportunidad.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay¹⁰. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,29%, la que estaría por encima de la TIR.

⁸. El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo.

⁹. Valor proporcionado por Damodaran.

¹⁰. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

En este caso, la TIR esperada del inversor en CPs está muy por debajo de cualquiera de las tasas, por lo que no sería satisfactoria en la comparación con estos parámetros.

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 alto.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. Sin embargo, al estar los activos valorados en una moneda diferente al de la emisión, variaciones bruscas en la evolución del dólar y de la unidad indexada podrían tener efectos no deseados en el flujo de fondos, como estaría ocurriendo en el momento actual. Sin embargo en lo que resta del plazo es probable que no se acentúe, y si ocurriera siempre existe la posibilidad de alargar los plazos. *Este riesgo por tanto es bajo.*

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 Fideicomiso Financiero Compass Desarrollo Inmobiliario I, 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 inciden 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.

Para la elaboración de esta calificación CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes, listados al inicio, son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público y otra de carácter privado provista por el emisor.

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis de los mercados relevantes. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, con foco en construcción y comercialización de viviendas, el mercado relevante para el producto ofrecido por el FF Compass. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

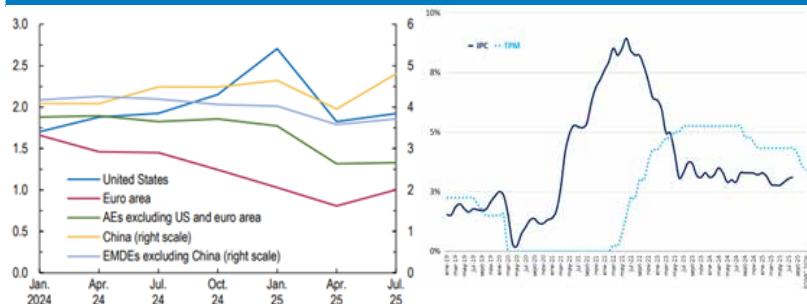
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial creció 3,3%, mientras que el crecimiento esperado para 2025-2026 se ubica en el eje de 3%, según las estimaciones del FMI. Esto implica una corrección a la baja de las expectativas de crecimiento respecto al principio del año, producto de un escenario global incierto y convulsionado asociado a los conflictos de Medio Oriente y Ucrania y la Guerra Comercial impulsada por Estados Unidos. Esto incrementó la incertidumbre comercial, con impacto en tarifas y el comercio de bienes a escala global. En este sentido, si bien la etapa más intensa de escalada tarifaria había quedado atrás, el impacto de este proceso aún no se ha terminado de internalizar tanto en precios como en crecimiento global.

En Estados Unidos, la economía mantiene un moderado dinamismo y el mercado laboral se ha deteriorado en los últimos meses, en tanto la inflación ha tenido una tendencia alcista. Esto tensiona las decisiones de política monetaria en tanto la FED retomó la baja de tasas en setiembre y se espera continúe en esta senda de forma gradual, durante 2025 y 2026. En este sentido, la FED parece priorizar el objetivo de impulsar la economía, que se ha ralentizado en lo que va de 2025. En perspectiva, se espera que este fenómeno

de reducción de las tasas de interés se prolongue, a pesar de la elevada incertidumbre por los efectos de medio plazo de la guerra comercial del primer semestre. En este sentido, el escenario global parece consolidarse con menores tasas de interés, lo que también quita sostén al dólar que se mantiene débil a nivel global. Si bien este escenario es más favorable, desde un punto de vista financiero, para economías emergentes, aún persisten serios riesgos sobre las tasas de interés, los impactos de la guerra comercial, la deuda global, entre otros; todo lo anterior que ha impulsado el valor de activos de refugio tales como el oro.

La principal novedad en el ámbito internacional de 2025 es, como se comentó más arriba, el proteccionismo comercial que se consolidó este año. En este sentido, desde enero el gobierno del presidente Trump anunció sendos incrementos de tarifas y aranceles a distintos bienes y países. Esto ha tenido, al menos, tres objetivos: por un lado ser un elemento de negociación internacional para mejorar las condiciones de acceso a los mercados internacionales, en segundo lugar como mecanismo de presión e incidencia política en entornos locales (ej Brasil) y, por último, como forma de proteger a la economía de Estados Unidos en algunos sectores de actividad. En respuesta, varios países han reaccionado incrementando sus tarifas a bienes o actividades de Estados Unidos, otros han negociado acuerdos como la UE, UK y varios países asiáticos. El resultado de esto es un incremento de la incertidumbre global, con impacto en la inversión y el crecimiento, que podrían ser asimétricos y de magnitud difícil de prever. De hecho, a pesar de que las mediciones de aranceles promedio se han reducido en los últimos meses, los indicadores de incertidumbre se mantienen elevados. En última instancia, al consolidarse un escenario más proteccionista los países tienden a cerrarse, los flujos comerciales se reducen y, por tanto, la demanda externa y el crecimiento podrían enfriarse.

Gráficos 1 y 2– Evolución de Proyecciones del PIB 2025 y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



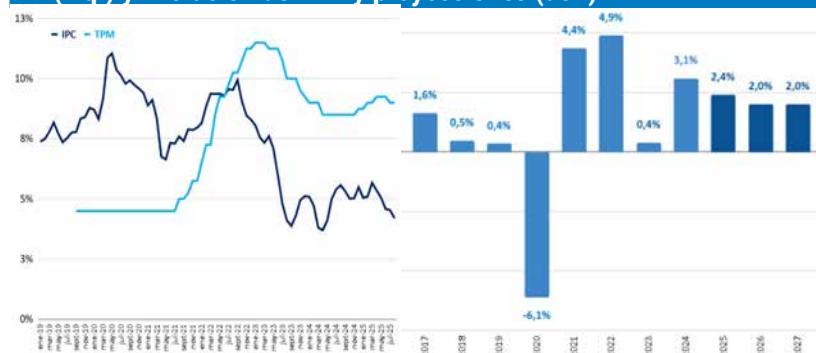
Fuente: FMI World Economic Outlook (enero 2025) y Fred St Louis.

Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de risk off como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en lo que va del año. Esto implicó que, luego de la corrección de precios relativos de 2024, el dólar se depreció más de 9% a setiembre 2025. Este fenómeno de debilidad del dólar es global, producto de lo comentado previamente, y tiene impactos relevantes a nivel doméstico. En este sentido, lo anterior reduce los márgenes de las actividades exportadoras y aquellas que anclan sus precios a moneda extranjera, con costos de producción en pesos.

Este es el caso del sector inmobiliario. A nivel macroeconómico, el escenario de debilidad del dólar impulsa el consumo, en especial de bienes durables como los inmuebles o los automóviles, y reduce las presiones inflacionarias sobre los componentes transables, moderando la inflación que se ubica en 4,3% a setiembre. Esto confirma la reducción de las presiones inflacionarias, y permite que el COPOM continúe reduciendo la tasas de interés de referencia, expandiendo la política monetaria en el margen¹¹. Si bien se espera que la tasa de referencia continúe reduciéndose en los próximos meses, existen algunos riesgos que podrían moderar este fenómeno vinculado al resultado de las negociaciones salariales durante el último trimestre del año y la rigidez de las expectativas de los empresarios, que aún se ubican por encima de la meta prevista por la autoridad monetaria.

De lo anterior se desprende un escenario algo más favorable para la demanda por inmuebles, al menos en relación a los precios relativos y las tasas de interés, aunque como es habitual esto tiene efectos asimétricos en la producción de vivienda. En cuanto al desempeño de la actividad económica, se espera que el PIB crezca 2,4% en 2025 y converge a 2% durante 2026-27, reflejando un crecimiento moderado en ausencia de shocks positivos sobre la inversión o el sector externo.

Gráfico 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)

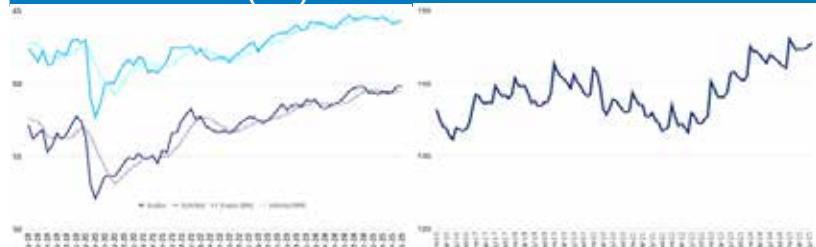


Fuente: INE y BCU

En lo que refiere al mercado laboral, este se mantiene sólido en relación a la economía en su conjunto. En este sentido, si bien no creció durante 2023, se crearon 40 mil empleos, tendencia que se mantuvo, aunque de forma menos pronunciada en el año pasado, también manteniendo buenos niveles de actividad en el mercado laboral y bajo desempleo. Esto se sostiene en los primeros ocho meses de 2025, que se han creado aproximadamente 25 mil puestos de trabajo, manteniendo el dinamismo del mercado laboral. En cuanto a la evolución salarial, el salario nominal creció por encima de 5% a julio de 2025, lo que es consistente con un incremento del salario real global de casi 1%, respecto a 2024. De esta forma, los indicadores del mercado laboral son consistentes con una mejora del ingreso de los hogares, apuntalando el desempeño del mercado inmobiliario.

¹¹ A octubre de 2025, la TPM se ubica en 8,25%, producto de una reducción de 50 pbs en el último COPOM.

Gráfico 5 y 6 – Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)



Fuente: INE

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.1. Breve contexto histórico

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, de acuerdo a Uruguay XXI. 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 en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos 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 sectoriales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019), más moderada, en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial 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 ententece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en especial vinculada a la inestabilidad en Argentina. En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con efectos reales significativos sobre la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector evidenció un impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

Antes de ingresar en el análisis de los fundamentos del mercado inmobiliario, es importante analizar algunas tendencias del sector, resumidas en indicadores relevantes que hacen a sus perspectivas y posicionamiento en cuanto al ciclo económico. En el marco de crecimiento de la economía y del mercado laboral que fue comentado en las primera sección de este capítulo, el sector de la construcción, y en particular los trabajadores cotizantes a la seguridad social también han tenido un crecimiento relevante en los últimos años. Si bien, parte de esto se debe a grandes obras de infraestructura; una vez disipados estos efectos se aprecia que los cotizantes al sector de construcción se mantienen en niveles muy altos, por encima de 70.000 empleos y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de la construcción han tenido un incremento significativo desde 2022, pero en particular en 2024 estos superaron 966 mil metros cuadrados, el mayor registro desde principios de 1980. Para 2025, proyectan un incremento de 5% respecto al año anterior, lo que reafirma el dinamismo del sector. El incremento de los permisos otorgados por la IMM es un indicador adelantado del sector, en este caso positivo, dado que cuando se ingresa un permiso, el desarrollador ya tiene asegurado el suelo, e invirtió en el diseño del proyecto arquitectónico.

Gráfico 7 – Puestos cotizantes a la Seguridad Social en la Construcción.



Fuente: BPS

En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

i. Oferta de vivienda

En términos generales, existen algo menos de 1,7 millones de viviendas, de las cuales se estima que 19,5% se encuentran desocupadas según los datos del Censo 2023. Esta información recoge, tanto el incremento de la oferta de viviendas de los últimos años, las tendencias demográficas y de formación de los hogares que se abordan a continuación y el uso de las viviendas. Montevideo es el departamento con el menor porcentaje de viviendas desocupadas (menos del 10%), mientras que Maldonado y Rocha son los que tienen un mayor porcentaje de desocupación, principalmente por la existencia de segundas residencias para uso temporal.

El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reparaciones y mejoras constructivas. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc. Esto determina que las condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar sus particularidades a la hora de evaluar el desempeño y perspectivas de los proyectos inmobiliarios.

El stock de viviendas existente se ha 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 de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 (hoy Vivienda Promovida), 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. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones. Del mismo modo, más recientemente, el interior del país también ha visto un impulso de este tipo de emprendimientos.

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 de 2020-2022 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos, en especial generando mayores beneficios y quitando los topes de precio de venta. ***Este último re-impulsó la construcción de vivienda promovida.***

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 implican menos habitantes por hogar.

Con excepción de las viviendas del proyecto Ava La Caleta que está direccionado a una demanda de alto poder adquisitivo, el resto de las viviendas que se construyeron en este Fideicomiso se ajusta a la demanda descripta.

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 permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. ***En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde el año 2021, con aproximadamente 180 proyectos nuevos por año hasta 2023. Con información al cierre de 2024 se habrían promovido más de***

**200 proyectos durante el año pasado, aumentando respecto a años previos
lo que constituye una señal de dinamismo para el sector de la vivienda.**

Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo. También es importante resaltar que el aumento de la oferta de vivienda habría actuado en favor de la baja de los alquileres en términos tendenciales en los últimos años.

ii. Demanda por consumo e inversión

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual, por un lado constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”, por otro 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. Los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población, las preferencias familiares y otros elementos de decisión 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 determinantes de los flujos de capital y el balance riesgo/retorno. Como es habitual, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

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

ii.i.i. Factores Sociales

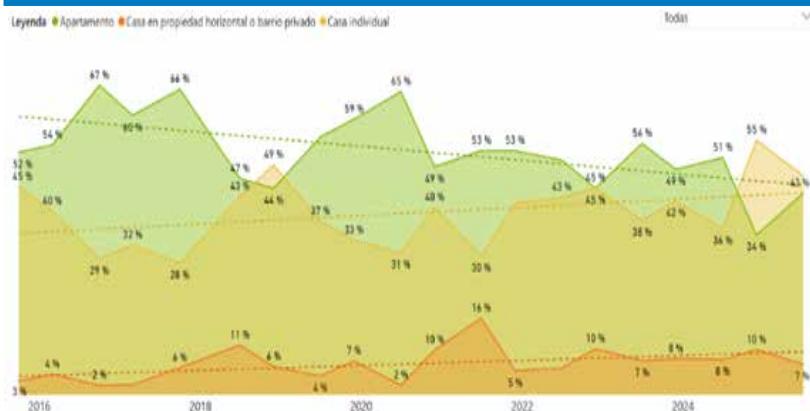
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto es producto de la baja natalidad que se viene evidenciando desde los 2000s, con una baja marcada en los hijos por mujer que se ubican en 1,7 según el último Censo. A esto se le suma el incremento de las defunciones post 2020, producto de las derivadas del COVID, lo que implicó que entre 2021 y 2023 la población uruguaya decreciera. Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas vinculadas a la cantidad de personas no presionarán al alza sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable.

Por otro lado, otras dinámicas de carácter sociales vinculadas a las preferencias de los uruguayos y las decisiones del hogar han permitido compensar el bajo crecimiento demográfico y presionan el mercado de viviendas desde el lado de la demanda. 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 impactado directamente en el mercado de la vivienda. A modo de ejemplo, el último Censo indica que el tamaño medio del hogar se ubica en 2,5 personas y continúa la tendencia decreciente desde que se registra esta información. De hecho, en los registros anteriores (2011), la cantidad de personas por hogar se ubicaba en 2,8 personas. Del mismo modo, aproximadamente 29% del total de hogares son ocupados por una sola persona, mientras que 29,4% son

ocupados por dos personas. Esta evolución refleja cambios en las dinámicas familiares y sociales, incluyendo la preferencia por hogares más pequeños. **Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas.**

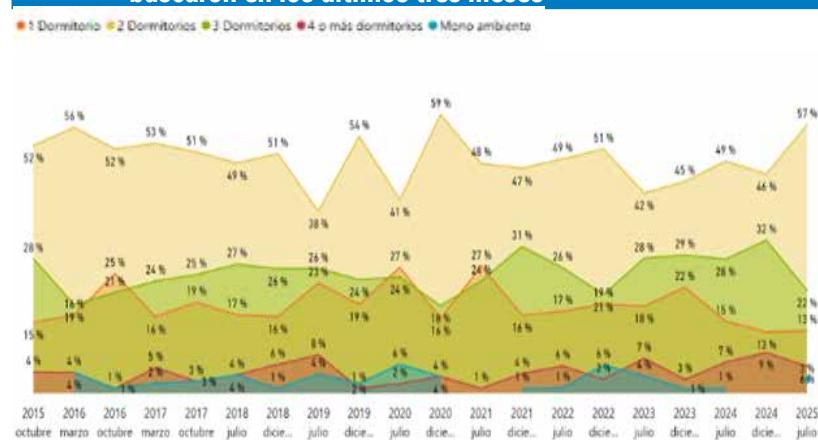
Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 20 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 80% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. Es de notar que en esta última edición se aprecia un aumento de preferencias por viviendas de dos dormitorios, en detrimento de viviendas con más capacidad. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 15% de la muestra. Sin embargo, otras fuentes complementarias vinculadas a la demanda efectiva en portales (como Mercado Libre e Infocasas) señalan la importancia de las tipologías de un ambiente y un dormitorio en la demanda inmobiliaria reciente.

Gráfico 8 - Tipo de vivienda buscada por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



Fuente: Research Uruguay

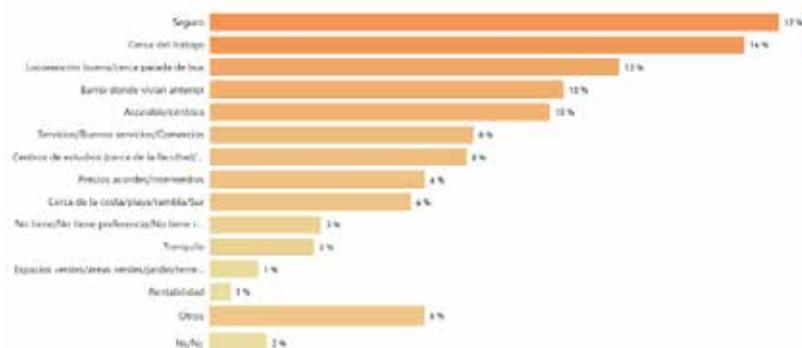
Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena seguridad y transporte, próximo del trabajo y en una zona céntrica o accesible. **Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican en relación a las últimas olas de esta encuesta.** Destaca que la seguridad pasó a ser el primer atributo, aunque desde hace varias ediciones que se mantiene en el podio en cuanto a características preferidas. La configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales dentro de Montevideo, y confirmando el corrimiento al este de las preferencias hacia Ciudad de la Costa y El Pinar.

Gráfico 10 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento bancario ha ganado peso como una alternativa de acceso a la vivienda, entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del crédito hipotecario es reducida en Uruguay, este ha venido incrementándose en los últimos años y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento, como se analizará más adelante.

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo a las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubican entre 5% y 6% en los relevamientos realizados en los últimos dos años

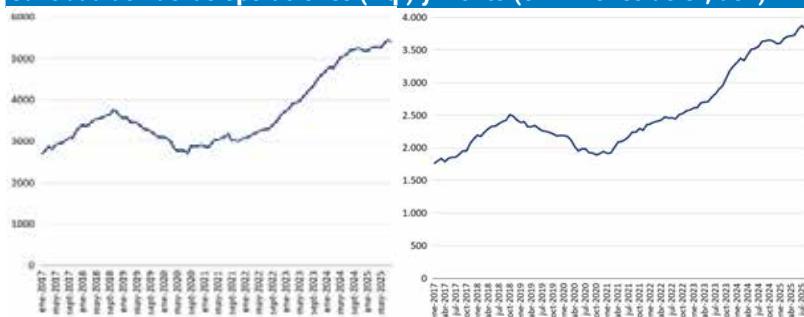
ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años

como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares han venido incrementándose, lo que sumado a la apreciación real del peso favorecieron la compra de bienes durables. Este fenómeno, si bien tuvo un impasse sobre el final de 2024, volvió a producirse en 2025 producto de la debilidad global del dólar como se comentó en la primera sección de este capítulo.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. Del mismo modo, las condiciones financieras favorables y las campañas impulsadas por algunas instituciones financieras, que buscan incrementar su share en el mercado de operaciones hipotecarias, implicaron una reducción en el costo de los créditos hipotecarios, lo que a su vez impulsó la demanda por estos instrumentos. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a agosto de 2025 creció casi 4% en términos interanuales, mientras que el capital operado creció más de 5%. Esto implica que se producen más de 5000 operaciones de nuevos créditos por año. De todas formas, es de notar que se aprecia cierto enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las operaciones. Las tasas de interés promedio en UI se mantienen estables en 4,8%

Gráfico 11 y 12 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. De hecho, esto podría estar detrás del enlentecimiento reciente de las operaciones. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se han reducido. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, 23% de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

Gráfico 13 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sáder & Calvete (setiembre 2025).

Al comparar este indicador con los resultados de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto aproximadamente la mitad de los encuestados piensa financiar la compra con un crédito.

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comenzó a revertirse en 2024, con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos, fenómenos que se profundizará en el segundo semestre de 2025 y 2026. En este sentido es posible que la gradualidad esperada previamente, no sea tal y el recorte sea más agresivo en tanto existen presiones sobre la Fed para priorizar la actividad económica entre sus objetivos. Esto configura un escenario algo más favorable, para la inversión inmobiliaria en tanto el balance de riesgos/retorno se modificó en el margen. Del mismo modo, a nivel local la tasa de interés de política monetaria también entró en una fase de recorte producto de la reducción de las presiones inflacionarias y la debilidad del dólar. Esto también actuaría en favor de la inversión inmobiliaria, al actuar sobre el canal de tasas de interés y sobre la demanda agregada.

La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados. Del mismo modo, la Radiografía del Mercado Inmobiliario publicado por Infocasas resalta que la inversión es un driver de compra, en especial en los proyectos de Vivienda Promovida.

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

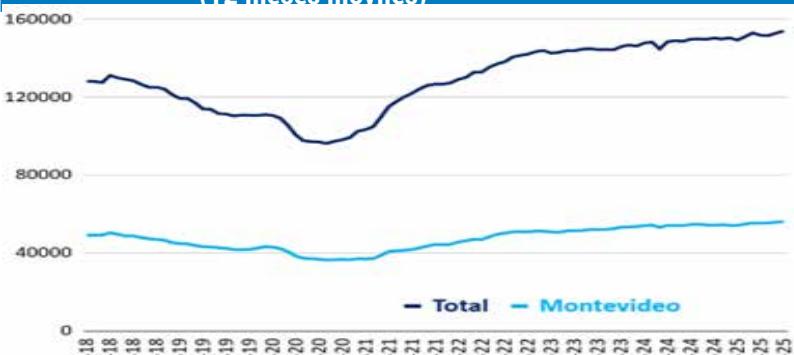
iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y tiene rezagos para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma completa. Es por eso que debe ser complementada con

fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y las operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores es favorable para el mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector, aunque en los últimos meses el ritmo de crecimiento se ha enlentecido.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido 2,6% en Montevideo y 2,8% para el total del país en el año cerrado a julio 2025. Esto implica una mejora respecto a los valores de cierre del año pasado

**Gráficos 14– Inscripciones de inmuebles en Compraventa
(12 meses móviles)**



Fuente: INE en base a DNR y MEF

En cuanto a la recaudación del ITP, esta creció 5,5% en pesos en el año cerrado a julio 2025, lo que deja un leve crecimiento de 0,3% en términos reales, mejorando marginalmente respecto a los resultados de cierre del año 2024. Sin embargo deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro, los inmuebles bajo la Ley de Vivienda Promovida están exentos de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación del ITP.

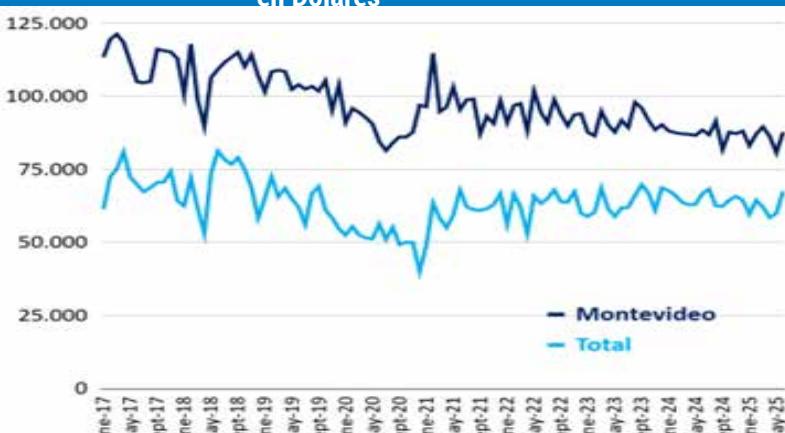
Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados, en particular los primeros con registros muy elevados en la perspectiva histórica.

iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE para el primer semestre de 2025 muestra un leve aumento de los precios promedio en dólares en Montevideo y estabilidad en el resto del país, respecto al mismo período del año anterior. Más allá de lo anterior, esta información se encuentra

en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso.

Gráfico 15 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares



Fuente: INE en base a DNR

En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios continúa reflejando el incremento en el stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas implicó un incremento de las viviendas disponibles para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, los contratos de alquiler convergen en su aumento a 5,5% de acuerdo a información a agosto 2025. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

Gráfico 16 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)



Fuente: INE en base a DNR

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, no es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido es la vuelta a la apreciación real del peso, luego del impasse del segundo semestre de 2024. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes. No obstante, algunos indicadores señalan un enflechamiento de la demanda.

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 como 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. En el período de gobierno anterior 2020-2025, se realizaron ciertas modificaciones que dinamizaron estos proyectos, en particular con la eliminación del tope de precios, entre otros. En este período, el Presupuesto remitido al Parlamento introduciría algunas nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial (restringiendo zonas de alto valor comercial) y acercando la vivienda promovida a otros programas de acceso a la vivienda.

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. Este régimen fue prorrogado en 2025 por un año más, requiriendo renovaciones anuales.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto se prevé que el foco de las políticas de vivienda se oriente a segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. En este sentido, la política de vivienda¹² tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional para los más de 60 mil hogares identificados con "al menos una carencia crítica de vivienda" (hacinamiento, falta de agua potable, deficiencias estructurales, etc). El plan se estructura en cinco lineamientos estratégicos para guiar la inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda (SPV: MVOT, ANV, BHU, MEVIR). Estos son: **i)** emergencia habitacional y vulnerabilidad; **ii)** acceso a la vivienda adecuada; **iii)** integración social y territorial; **iv)** acceso al suelo urbano; y **v)** fortalecimiento del SPV.

¹² . Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras¹³.

A nivel institucional, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular. Por otro lado, las autoridades del Gobierno entrante han planteado la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. Si bien hace unos meses se prorrogan los beneficios a los proyectos de Gran Dimensión Económica, también se introdujeron cambios sobre la institucionalidad del sistema de vivienda promovida, acercándolo parcialmente a otros programas como Entre Todos, y generando mayor interacción con la COMAP para aquellos proyectos que no se orientan a los lineamientos del MVOT pero que tienen como objetivo generar empleo. Estos elementos podrían implicar cambios para los desarrollos inmobiliarios, tanto en la definición de proyectos como de zonas geográficas. Del lado de la demanda, se prevé incentivar el crédito hipotecario mediante la ampliación del Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios y de la Contribución Económica no revisable que opera reduciendo la cuota de los créditos hipotecarios a hogares que cumplen con determinados requisitos.

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario se mantiene sólido, producto de un entorno económico favorable en términos de empleo, ingreso de los hogares y acceso al crédito. Las menores tasas de interés globales y la debilidad del dólar producto asociada a la incertidumbre global, podrían ser un impulso adicional. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Es reducido ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados. La política de vivienda actual se concentra en sectores de ingresos bajos y medios y tiene como objetivo reducir el déficit habitacional mediante un conjunto de instrumentos variados. *Riesgo bajo.*

¹³. La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

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

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tandler

¹⁴. **BB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables 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.**