

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

## ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS MIXTOS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO “PLATINUM”

*Montevideo, abril de 2022*

---

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
8	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS
10	III LA ADMINISTRACION: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
18	V EL ENTORNO
35	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de Calificación Oferta Pública 28 - abril - 2022

<b>Fecha de emisión:</b>	Julio de 2021
<b>Denominación:</b>	FIDEICOMISO FINANCIERO "PLATINUM"
<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Registrante:</b>	EF Asset Management
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 165.000.000 (ciento sesenta y cinco millones de dólares).
<b>Distribuciones:</b>	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
<b>Administrador:</b>	Platinum Real Estate SA (ex Dalystown S.A.)
<b>Plazo:</b>	30 años
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de noviembre de 2022 <sup>1</sup>
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

<sup>1</sup> . La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

## Resumen General

***CARE ha calificado los títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum, manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.***

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico que se anexó en la calificación original de 2021. Un aspecto a tener en cuenta es que el proyecto se desarrollará en un inmueble aportado por los fideicomitentes. Este aporte se hace a través de la cesión de la totalidad del paquete accionario de una sociedad (Cepheus SA). Este tema se trata en el informe jurídico anexo a la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta una serie de escenarios de estrés ajenos al negocio, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas, incluyendo la aplicación de exoneraciones fiscales legales consistentes con las ampliaciones al régimen disponible. Estas fueron aprobadas en enero 2022.
- De modo especial se evalúa adecuadamente el atractivo de la zona y del segmento de unidades que producirá el Administrador a través del Proyecto Platinum. Por un lado, los antecedentes de los directores de la entidad administradora ofrecen los recaudos necesarios de conocimiento y experiencia en el sector y el negocio. En segundo lugar, la zona y las características del Proyecto se amalgaman correctamente y permiten explotar un nicho de mercado en expansión y que ha mostrado cierta resiliencia a pesar de la crisis sanitaria.
- El proyecto estipula una tasa interna de retorno del 8,35% que fuera sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios adversos de distinta intensidad y con ajustes sobre precios y cantidades.
- Si bien la crisis sanitaria del COVID-19 ha tenido un fuerte impacto económico y sobre el sector inmobiliario, en los últimos meses se observa una mejora en los principales indicadores del mercado. Si bien el Proyecto Cosmos (nuevo nombre del proyecto constructivo) se encuentra diversificado entre hogares y oficinas, estas últimas desafiadas por el fenómeno de la crisis sanitaria, se aprecia una mejora sustantiva en ambos mercados con tendencias positivas para el corto y mediano plazo. Las oficinas A+ no sufrieron incrementos de vacancia, aunque en algunos casos ajustaron por precio durante la peor parte de la crisis sanitaria.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, se mantienen los estímulos a la oferta de nuevos emprendimientos inmobiliarios, en especial aquellos de Gran Dimensión Económica. No se vislumbran innovaciones negativas para la marcha del Proyecto en el corto o mediano plazo.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los títulos mixtos en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero Platinum”.

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar los resultados que permitan honrar las obligaciones contraídas con los fideicomitentes, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, se trata de una emisión de títulos mixtos con tasa de interés fija de 3% y tasa de interés contingente incremental con el correr de los años. Por tanto, la nota no dependerá directamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. **En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación, cubriendo como mínimo el interés base de 3%.**

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

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de noviembre de 2022. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

- Se emiten títulos mixtos por USD165 millones. El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los títulos mixtos a través de la inversión de los fondos a aportarse por los Fideicomitentes en:
  - (i) La construcción de un proyecto inmobiliario denominado proyecto Platinum (actualmente COSMOS) con una superficie total de más de 91 mil m<sup>2</sup> repartidos en tres edificios destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales y aparcamiento. Este proyecto se ubica en la zona del Puerto del Buceo, sobre la calle 26 de marzo en un terreno propiedad de CEPHEUS SA.
  - (ii) La venta y arrendamiento de oficinas, locales comerciales, viviendas y estacionamientos. El Plan de Negocios establece los destinos de cada tipo de unidad.
- El proyecto se desarrollará en terreno propiedad de CEPHEUS SA cuyo paquete accionario es cedido a este Fideicomiso<sup>2</sup>. Una vez constituido el Fideicomiso Financiero Platinum, los Fideicomitentes se obligan a transferir al patrimonio de afectación autónomo del Fideicomiso, la totalidad de las acciones en dicha sociedad, con lo cual el Fideicomiso pasa a ser titular del 100% del paquete accionario de CEPHEUS. En contraprestación por dicha transferencia, se pacta en el Contrato un precio de 34,4 millones de dólares integrados por USD 32,4: en Títulos Mixtos y USD 2: en efectivo.
- El Administrador del Fideicomiso es Platinum Real Estate S.A (ex Dalystown S.A) cuyos directores detentan amplia experiencia y trayectoria en proyectos inmobiliarios de oficinas y vivienda de gran dimensión, siendo referentes en el sector y en el desarrollo de la zona donde se enclava el Proyecto Platinum. Por otra parte, sus directores también serán fideicomitentes del Fideicomiso Financiero Platinum en calidad de propietarios de Cepheus SA. El Fideicomiso ha designado al Comité de Vigilancia el cual se encuentra en funciones.
- El Fideicomiso tiene un plazo de duración de treinta (30) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas del mismo. El plazo está dividido en dos períodos: período de inversión y desarrollo, de cuatro (4) años y un período de gestión activa del portafolio de unidades de vivienda, oficinas, locales comerciales y garajes, tanto para la venta como arrendamiento durante el plazo remanente.
- Los títulos mixtos emitidos pagarán un interés base del 3% lineal anual sobre saldos de capital adeudados y un interés contingente con tasa incremental lineal anual sobre saldos de capital adeudados de 1,5% desde el año 4 hasta el año 7 inclusive, 3% desde el año 8 hasta el vencimiento de los Valores. Esta estructura busca alivianar la carga de intereses a pagar durante el período de inversión en el proyecto edilicio y entregar mayor rentabilidad a posteriori. A su vez, los títulos mixtos incluyen un componente de 10% de derecho de participación que refiere a pagos sobre el remanente, ya sea una vez cancelados todos los intereses o al momento de liquidación del FF Platinum (FFP).

<sup>2</sup>. Al 5 de marzo de 2020, la firma IOCCO tasó el terreno en USD 40 millones.

- El Fondo tiene una estrategia definida con foco principal en el mercado de oficinas y vivienda en una zona premium de expansión reciente y atractiva como centro de servicios y oficinas, desarrollando una nueva centralidad en la costa de Montevideo. A su vez, el Proyecto contempla también unidades de locales comerciales y estacionamientos que complementan la oferta y diversifican riesgos entre distintos agentes económicos y servicios. El Proyecto, "rebrandeado" Cosmos, estará orientado en lo que refiere a oficinas, a la generación de espacios A+.
- En agosto 2021 se obtuvo el permiso de construcción por parte de la Intendencia de Montevideo. Las obras fueron adjudicadas a un consorcio de dos empresas (Constructora Sudamericana SA y Norte SA) mediante proceso licitatorio. Las obras se iniciaron en febrero de 2022, dos meses más tarde que lo previsto inicialmente.
- Se han realizado los trámites de exoneración fiscal previstos, obteniéndose la declaración de "proyecto promovido" del Ministerio de Economía y Finanzas en enero de 2022.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe trimestral de gestión Julio 2021-octubre 2021 y noviembre 2021-enero 2022.
- Presupuesto anual oct.21 - Nov.22
- EE.CC. del fiduciario al 31/12/21
- EE.CC. del fideicomiso al 31/12/21.
- Carta de abogados sobre no existencia de contingencias jurídicas. Marzo 2022
- Calificación original realizada en 2021
- Informe Comité de Vigilancia enero 2022
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a febrero 2022 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; marzo de 2021. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette
- Uruguay XXI; "Oportunidades de inversión en el mercado inmobiliario"; diciembre de 2020.
- Workplace; "Mercado de oficinas"; 2020 y 2021

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el Manual de Procedimientos de CARE. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota<sup>3</sup>.

<sup>3</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS

Se ofrecen en oferta pública títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los títulos y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

#### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Platinum

**Fiduciario:** EF Asset Management

**Administrador:** Platinum Real Estate S.A (ex Dalystown SA)

#### Entidad

**Representante:** Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

#### Títulos a

**emitirse:** Títulos Mixtos

#### Activos del

**Fideicomiso:** Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.

**Moneda:** Dólar fondo

#### Importe de

**la Emisión:** USD 165 millones

**Distribuciones:** Anuales con interés base de 3% e interés contingente según procedimiento establecido en el contrato.

#### Calificadora

**de Riesgo:** CARE Calificadora de Riesgo.

#### Calificación

**de Riesgo:** BBB.uy

#### 2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas se incluye como anexo.

Después de haber analizado y relevado la información jurídica y contractual vinculada al Fideicomiso Financiero<sup>4</sup> que aquí se califica y el Due Diligence de Cepheus SA, el informe jurídico señala que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales. En particular señala que:

***“..como concepto general que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales y de poder normativo negocial de las partes. En cuanto a los derechos de crédito y participación que derivan de los Títulos Mixtos a emitirse, no se advierten obstáculos jurídicos insalvables en la estructura proyectada. ”***

<sup>4</sup>. Prospecto Informativo, Contrato de Fideicomiso Financiero, Contrato de Administración, Contrato de Entidad Representante y Documento de Emisión en su versión borrador



Más adelante, en la sección de contingencias jurídicas, recorre el poder normativo de los constituyentes, el poder normativo de los títulos mixtos y el due diligence legal. Sobre esto, concluye que ***“la primera etapa de la cláusula 3 del Contrato está cumplida y el Informe comentado demuestra con solvencia que están dados todos los requisitos jurídicos para la transferencia de las acciones concomitantes con la suscripción de los Valores.*”**

***“Recapitulando, la estructura jurídica adoptada no merece reproche en orden a su validez y eficacia obligacional. Ello no es óbice de considerar los precedentes comentarios a la hora de tomar la decisión de invertir en la emisión bursátil de marras.”***

Finalmente, y a modo de cierre del informe, se destaca la conclusión final sobre el proceso de emisión y el repago de los títulos mixtos:

***“En conclusión y con las particularidades explicadas en el curso de este informe, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten contingencias jurídicas insubsanables en el proceso de emisión y el período de repago de los Títulos Mixtos.”***

### 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Dalystown SA en su calidad de administrador y organizador.

#### 1. EF Asset Management (EFAM) (El Fiduciario)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

#### Situación económica y financiera<sup>5</sup>

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2021 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

<sup>5</sup> En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

**Cuadro 1 Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo Corriente	18.989	15.859	16.842
Activo no Corriente	281.068	228.346	176.772
<b>Total Activo</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>
Pasivo Corriente	33.484	27.348	22.132
Pasivo no Corriente	230.681	180.257	140.738
<b>Total Pasivo</b>	<b>264.165</b>	<b>207.605</b>	<b>162.870</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>35.891</b>	<b>36.600</b>	<b>30.743</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,57</b>	<b>0,58</b>	<b>0,76</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2021 muestran una caída importante respecto al año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingresos Operativos	75.867	60.275	48.081
Gastos Adm. y Vtas.	(63.018)	(53.901)	(43.595)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>12.849</b>	<b>6.373</b>	<b>4.486</b>
Resultados Financieros	(12.734)	2.566	2.484
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>116</b>	<b>8.939</b>	<b>6.970</b>
IRAE	(824)	(2.686)	(2.586)
<b>Resultado del período</b>	<b>(709)</b>	<b>6.253</b>	<b>4.384</b>
Res Operativos/Ingresos	16,94%	10,57%	9,33%
Res Ejercicio/Ingresos	-0,93%	10,37%	9,12%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

## 2. Platinum Real Estate SA

Platinum Real Estate SA es el nuevo nombre de la sociedad que antes era Dalystown S.A. es la administradora y es una sociedad anónima cerrada uruguaya con acciones nominativas, constituida el 11 de octubre de 2019. Es la encargada de llevar adelante las funciones que como administrador le encomiendan el contrato de Fideicomiso y el Contrato de Administración. El presidente del Directorio es Eduardo Campiglia Larre y su vicepresidente Ernesto Kimelman Epstein. La composición del capital accionario es la siguiente:

- Eduardo Campiglia Larre 30,04%
- Germán Campiglia Monzón 12,00%
- Patricia Lara Campiglia Monzón 12,00%
- Ernesto Kimelman Epstein 24,96%
- Tali Kimelman Flechner 7,00%
- Gali Kimelman Flechner 7,00%
- Dana Kimelman Flechner 7,00%

De lo anterior surge claramente que la sociedad Platinum Real Estate SA (antes Dalystown SA) no cuenta con antecedentes en las funciones a que se compromete en esta operación, por lo tanto, su capacidad e idoneidad hay que buscarla en sus

accionistas que, como puede verse, son las familias Campiglia y Kimelman,

Este aspecto fue exhaustivamente analizado en ocasión de la calificación original y la conclusión fue positiva. Nada ha ocurrido que justifique cambiar el juicio favorable por lo que no cabe reiterar dicho análisis remitiéndose al documento mencionado.

En aquella oportunidad se destacaba el compromiso de los operadores, en el hecho que aportaban al fideicomiso, en tanto fideicomitentes, el inmueble sobre el cual se habrá de desarrollar el proyecto. Este inmueble es propiedad de Cepheus SA y la cesión al fideicomiso se realizaría a través de la cesión de sus acciones. **Los fideicomitentes, una vez cumplidos los requisitos del traspaso de las acciones, recibirán en contrapartida títulos mixtos por un valor nominal de USD 32.4 millones, cosa que ya ocurrió, y USD 2 millones en efectivo lo que también ocurrió por lo que el Fideicomiso pasó a ser propietario de una subsidiaria y no de un inmueble.**

Por lo tanto, se mantiene la opinión en el sentido que no se advierten riesgos en la ejecución y gestión del plan de negocios propuesto.

### 3. El Fideicomiso

El Fideicomiso Financiero Platinum, se constituyó mediante contrato de fecha 14/12/2020 entre EFAM (Fiduciario), Platinum Real Estate SA (antes Dalystown SA) en calidad de Administrador y los suscriptores iniciales de los valores en calidad de Fideicomitentes.

Con fecha 17/6/2021 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores según comunicación No 2021/114.

El 16/7/2021 se procedió a la suscripción en oferta pública de los Títulos Mixtos escriturales por USD 165 millones, realizándose la primera emisión el 19/7/2021 por USD 32.4 millones cuya integración se materializó, tal como estaba estipulado, mediante transferencia de acciones de Cepheus SA.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidades de inversión, las participaciones en subsidiarias no se consolidan y en su lugar se presentan al valor razonable con cambio de resultados. Cepheus SA es la sociedad que desarrollará el proyecto.

Posteriormente se realizaron dos nuevas integraciones de USD 10 millones y USD 7.5 millones en agosto y noviembre de 2021 respectivamente, totalizando USD 49.9 millones a la fecha de cierre del ejercicio.

Como se sabe, se trata de títulos mixtos, 10 % de los cuales (USD 4.99 millones) son participación en el negocio por lo que integran el patrimonio y el saldo USD 44.91 millones) son deuda por lo que constituyen pasivo financiero del Fideicomiso devengando intereses según se describe en otra sección del presente informe y en los respectivos documentos de emisión.

Los EE.CC que se presentan a continuación reflejan básicamente estas operaciones financieras ya que aún no se habían comenzado las obras objeto de esta operación (las cuales comenzaron en febrero de 2022). Tampoco, como es obvio, corresponde el comparativo por tratarse del primer cierre de ejercicio.

### Cuadro 3: Estado de Situación (miles USD)

Concepto	31/12/2021
<b>Total Activo</b>	<b>48.208</b>
Activo corriente	15.297
Activo no corriente	32.912
<b>Total Pasivo</b>	<b>45.537</b>
Pasivo corriente	131
Pasivo no corriente	45.406
<b>Patrimonio</b>	<b>2.672</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>48.208</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,06</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Por los intereses que se generaron en el periodo, hubo una nueva emisión de USD 495.932 en marzo del corriente año 2022, distribuyéndose en la misma relación de los demás títulos mixtos.

### Cuadro 4: Estado de Resultados (miles USD)

Concepto	31/12/2021
Ingresos Operativos	(1.488)
Egresos operativos	(227)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(1.715)</b>
Resultados Financieros	(603)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>(2.318)</b>
IRAE	-
<b>Resultado del período</b>	<b>(2.318)</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Como queda dicho, el cuadro precedente refleja un ejercicio de pocos meses, sin actividad operativa.

### Riesgos Considerados

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de la firma administradora, con las características mencionadas en los párrafos precedentes, y de EFAM, así como la creación del Comité de Vigilancia se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo bajo.*

**Riesgo de conflictos**, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo casi nulo.*

**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 administrador**, se encuentra también previsto en función de diversos resultados. *Riesgo bajo.*

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

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos del proyecto

Según el contrato del Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de emisión, el objeto principal del Fideicomiso es generar rentabilidad para los titulares mediante i) el desarrollo de un proyecto inmobiliario (complejo Platinum, rebrandeado Cosmos) que consta de tres edificios con una superficie total de más de 91 mil m<sup>2</sup> y; ii) la posterior venta de viviendas y arrendamiento y usufructo de oficinas, locales comerciales y estacionamientos del citado complejo. Para la creación del Fideicomiso Financiero, los fideicomitentes ceden una sociedad (Cepheus) que detentaba la propiedad de un bien inmueble, para el cual existe una tasación adecuada, sobre el cual se desarrollará el proyecto inmobiliario Cosmos, a lo que se suma la emisión de títulos mixtos a ser adquiridos por inversores (con una participación de deuda de 90% y equity de 10%)

En la calificación original se planteaban los aspectos centrales del proyecto y se realizó un análisis exhaustivo del modelo financiero, sometiéndolo satisfactoriamente a una serie de escenarios de estrés sobre las principales variables del negocio. Los ingresos proyectados en el modelo de negocios se generan, a modo de simplificación, a través de dos elementos: (a) el ingreso por alquileres de oficinas, estacionamiento y locales comerciales, (b) el ingreso por la venta de unidades destinadas a la vivienda y estacionamiento (y el alquiler del remanente en el proceso de venta). El modelo incorpora varios supuestos clave que es importante destacar.

Por un lado, asume que en un período de siete años se venden todas las unidades destinadas a vivienda que ocupan aproximadamente 20% de los m<sup>2</sup> totales del proyecto. En el prospecto original se establece que las oficinas, locales comerciales y más del 80% de los estacionamientos son destinados al arrendamiento (el remanente de estacionamientos se venden en el mismo plazo que la vivienda). Estos arrendamientos comienzan a partir del año 3 con un porcentaje de vacancia que va reduciéndose hasta alcanzar el 5% en el octavo año. Los precios son fijados en dólares americanos y se asume un ajuste anual en línea con la inflación esperada para Estados Unidos en el mediano y largo plazo (2%).

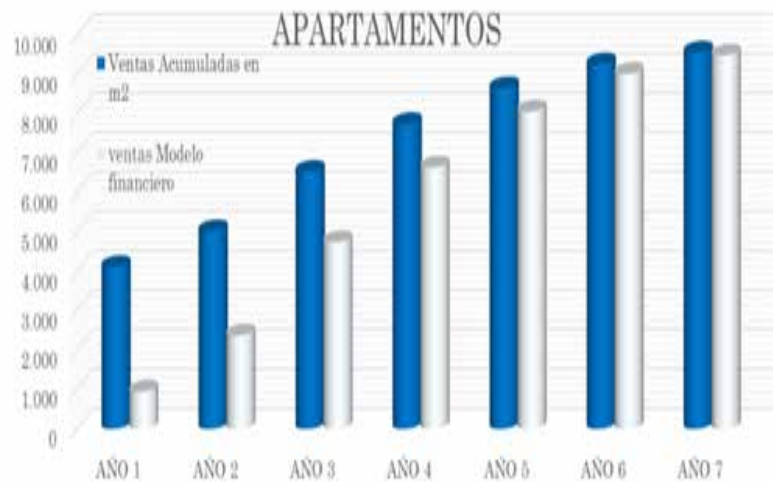
### 2. Tasa Interna de Retorno, riesgos y sensibilidad

El Prospecto de Emisión y modelo financiero estiman que la TIR del proyecto será 8,35%. El Proyecto aún se encuentra en etapas iniciales producto de la reciente emisión, la licitación del proceso constructivo y la definición del plan comercial. Por lo anterior, no se destacan cambios sustanciales en el modelo de negocios que modifiquen el flujo de fondos previsto originalmente.

No obstante, lo anterior, el plan comercial aprobado en noviembre 2021 introduce algunos cambios respecto a la cadencia de las ventas y los precios de venta de las unidades de vivienda. Al igual que en el Modelo de Negocios inicial se plantea vender todas las unidades de vivienda en un plazo de 7 años, es decir durante la construcción (4 años) y los 3 años posteriores. Más allá de esto, se plantea que la venta de viviendas y estacionamientos se haga de manera más acelerada que lo previsto, vendiendo algo más del 80% y 15% de viviendas y estacionamientos en los primeros 4 años (previamente, 70% y 13%,

ver gráfico 1). En lo que refiere a los precios de venta, estos se encuentran relativamente alineados a los previstos originalmente: en el caso de las viviendas el precio de venta se ubica en USD 3.500/m<sup>2</sup> (+4,7% respecto al modelo original), mientras que los estacionamientos tienen un precio de venta de USD 30.000/unidad (+10% respecto al modelo original). En la calificación original se resaltaba que el precio de venta previsto se encontraba en línea con el mercado de viviendas de prestaciones similares, según un relevamiento realizado por Briq Analytics en la zona de influencia del proyecto Platinum.

**Gráfico 1 - Comparativo ventas viviendas Plan comercial vs modelo financiero**



Fuente: Platinum Real Estate

Es de notar que en diciembre se concretó la primera operación comercial y el administrador prevé ingresos por cobranza de USD 1 millón a partir del segundo trimestre de 2022, luego del lanzamiento comercial del proyecto. No se han informado cambios en el resto de las variables del proyecto bajo definición del administrador<sup>6</sup> (vacancias, precios de arrendamientos, ajustes anuales a los precios previstos, costo de la construcción, etc.).

En relación con el precio de los arrendamientos, tanto para oficinas como locales comerciales los precios previstos por m<sup>2</sup> se ajustan al mercado de oficinas A y A+, de acuerdo a la información de mercado. No obstante, esta variable recién será testeada una vez avanzada la fase constructiva, lo cual será objeto de atención en sucesivas actualizaciones de esta calificación. Lo mismo ocurre con las tasas de ocupación de las oficinas, aunque pasada la crisis sanitaria no se destacan cambios sustanciales en este mercado más allá de las tensiones propias de la incertidumbre sobre el mercado laboral y la relación trabajo presencial-distancia. Estos elementos se analizan puntualmente en el capítulo V.

Un elemento adicional sobre el flujo de fondos refiere al impacto de la apreciación reciente del peso uruguayo en relación al dólar. Si bien el Fideicomiso está denominado en dólares y prevé pagos en la misma moneda a sus fideicomitentes, el costo constructivo está denominado mayormente en pesos lo que podría tensionar el flujo de fondos. Si bien aún es prematuro evaluar esto, y la coyuntura global se mantiene relativamente incierta ante

<sup>6</sup>. La calificación original desglosa los principales supuestos para las variables claves del proyecto

el cambio en el ciclo financiero global y la guerra en Ucrania, el operador informa que se están evaluando medidas para mitigar este elemento sobre el modelo de negocios. Esto será monitoreado en sucesivas recalificaciones, en la medida que la coyuntura de debilidad del dólar se mantenga. No obstante, la aceleración del plan comercial de venta de viviendas apunta en el sentido de mitigar estos efectos en el corto plazo.

## 2.1. Riesgos y sensibilidad de la rentabilidad del proyecto

En la calificación original se plantearon distintos escenarios de sensibilidad sobre el flujo de fondos esperado. Estos impactaban sobre los precios (venta y alquiler) y curvas de ocupación y vacancia, incluso considerando otros proyectos competitivos y la distribución de precios de otros proyectos similares. Bajo distintos escenarios de sensibilidad planteados originalmente, las TIRs estimadas se ubicaban en el rango de 6,7%-7,75%, mientras que la TIR esperada de los Títulos Mixtos era 8,35% como se comentó previamente.

## 4. Estimación del costo de oportunidad del capital

Por último, en lo que refiere a la evaluación del flujo de fondos esperados del proyecto, es posible realizar un ejercicio de benchmarking de la tasa de retorno esperada con el objetivo de medir el atractivo del proyecto. Para esto se utiliza el modelo de valuación Capital Asset Pricing Model (CAPM) en el cual, siguiendo a Damodaran<sup>7</sup>, se adiciona una prima de riesgo que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto, en este caso el mercado inmobiliario/real estate. En consecuencia, para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>8</sup>.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo de mercado (Equity Risk Premium UY). Es el premio por riesgo específico al mercado y país que opera el proyecto (diferencia entre el rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo ajustado por riesgo país).

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds de la Reserva Federal de EE.UU. En este caso se considera la tasa de las T-bonds a 10 años y se opta por el promedio de los últimos 10 años. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,00%, mientras que actualmente está aproximadamente en 2,7%. Como se verá a continuación es de esperar que estas tasas sigan aumentando en los próximos meses.

En el caso del Equity Risk Premium se sigue a Damodaran que parte del equity risk de EE.UU y lo corrige por los riesgos inherentes a Uruguay (soberano y de renta variable). Por tanto, el ERP de Uruguay ya incluye el riesgo país y asciende a 6,12% en su última estimación de enero de 2022. Este incluye los riesgos de iliquidez típicos del mercado uruguayo. Es de notar que se ha reducido en 40 puntos básicos respecto a un año atrás.

<sup>7</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>8</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de real estate de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaran



El parámetro “beta unlevered” de Damodaran, para enero de 2022 se ubica en 0,67<sup>9</sup>, lo que indica que la inversión en el desarrollo de real estate tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 6,1%, la cual está en línea con la TIR estimada para los productos ofrecidos por el FF. Es de notar que esta tasa refiere al componente de renta variable únicamente, mientras que el Fideicomiso Financiero Platinum incluye una porción de renta fija y otro menor de renta variable. Por lo anterior, esta comparación no debe ser considerada en sentido estricto y sirve a modo de comparación para tener una referencia que permita conformar un juicio acerca de la inversión.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios descrito en el Prospecto, sus supuestos, el desarrollo inmobiliario de la zona y la diversidad de la fuente de ingresos que tiene el Administrador, junto a cierta flexibilidad que permite el Plan de Negocios, se considera que existe un riesgo moderado de generación de los flujos. A su vez, los escenarios de sensibilidad demuestran que aún en escenarios adversos, el modelo planteado resultaría en una adecuada rentabilidad para los inversores. El plan comercial definido por el Administrador se ajusta adecuadamente a lo previsto originalmente. *Este riesgo por tanto es medio/bajo*

**Riesgo de descalce de monedas.** Podría haber cierto descalce en tanto los ingresos serán mayormente en dólares, en tanto el costo de la construcción es mayormente denominado en moneda nacional, al tiempo que las tasas de interés pagadas a los inversores serán nominadas en moneda extranjera. Coyunturalmente, este riesgo puede ser trascendente ante la debilidad del dólar en el mercado local por lo que el Administrador se encuentra evaluando medidas de mitigación: el adelanto del plan comercial podría servir en este sentido. En el mediano plazo, la cadencia de ingresos y la diversificación entre distintos actores podrían mitigar parcialmente este riesgo. *Este riesgo por tanto es medio/bajo y será monitoreado en próximas actualizaciones.*

<sup>9</sup>. Beta unlevered Real Estate (General/diversified)

## 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 Platinum, y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que pueden incidir directamente en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

Para la elaboración de esta calificación CARE utilizó documentos e información de carácter pública referida a los mercados relevantes para el Fideicomiso, la cual fue complementada con otros informes privados especialmente preparados para CARE.

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 para el Fideicomiso Financiero Platinum. Luego se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, con foco en los subsectores relevantes.

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de haber enfrentado un shock negativo inédito durante el 2020, la actividad económica mundial comenzó una rápida recuperación de su actividad económica durante el último año. En concreto, de acuerdo a estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial habría recuperado a un ritmo anual de 6,1% durante 2021 y proyecta que este año lo haga a una tasa de 3,6% anual. A pesar de ello, esta recuperación es heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también al interior de estos en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad.

La recuperación global está estrechamente vinculada a un mayor control de la situación sanitaria. En efecto, el rápido despliegue de los planes de vacunación habilitó el paulatino retiro de las medidas de restricción a la movilidad impuestas para limitar la propagación del virus. No obstante, lo anterior, no se debe de ignorar el importante rol que desempeñaron las políticas fiscales y monetarias desplegadas desde la órbita del sector público, en particular aquellas desplegadas por los países más desarrollados. Estas políticas agresivas de estímulo no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que sentaron las bases para la rápida recuperación evitando que un shock de carácter transitorio derive en daños permanentes sobre el stock de capital físico y humano de la economía -lo cual limitaría su potencial crecimiento en el largo plazo-.

El resultado de estas políticas fue la configuración de un escenario financiero benigno para las economías emergentes. Al respecto, los elevados niveles de liquidez internacionales han derivado en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercanas a cero o incluso negativas-, un dólar que tendió a debilitarse a nivel mundial y el fortalecimiento de los precios de commodities impulsados por la rápida recuperación de los gigantes asiáticos, particularmente China e India.

A pesar de ello, este contexto financiero parecería estar llegando a su fin. En concreto, la rápida recuperación de las economías desarrolladas y las presiones inflacionarias exhibidas en algunas de ellas -particularmente en Estados Unidos- durante los últimos meses comenzaron a anticipar el retiro de las políticas acomodaticias. En este sentido, el inicio de las discusiones sobre el eventual desarme de las políticas expansivas derivó en un incremento de las tasas de interés<sup>10</sup> -lo que en el margen encareció el financiamiento de los desequilibrios fiscales-, al tiempo que implicó una reversión en la evolución del valor del dólar, que tendió a apreciarse frente a las monedas de las economías emergentes desde mediados del último año<sup>11</sup>.

En esta línea, a marzo 2022 y con los niveles más altos de inflación de los últimos 30 años, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió comenzar con su proceso de normalización monetaria cambiando la tónica respecto a los últimos años en tres líneas: i) acelerando el retiro de compras de títulos de deuda pública, ii) elevando su tasa de interés de referencia y iii) señalizando al menos seis subas adicionales durante el año. De esta forma, a pesar de que las condiciones financieras internacionales continúan siendo favorables para economías emergentes, es de esperar que estas condiciones continúen endureciéndose durante los próximos meses.

### Gráficos 2 y 3 – Dólar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas



Fuente: EconUy

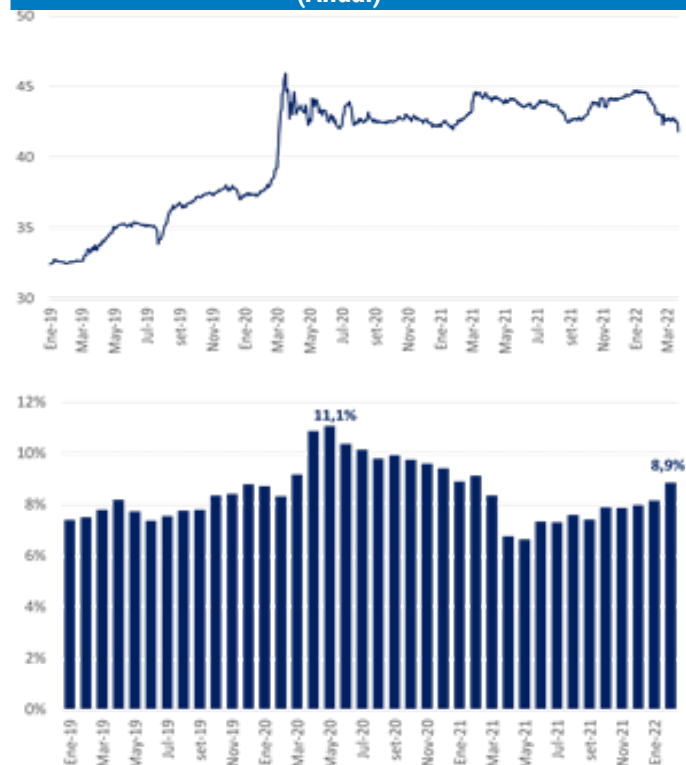
<sup>10</sup>. Más allá de ello, estas aún se encuentran en niveles mínimos históricos, en particular las tasas de interés reales.

<sup>11</sup>. Esto último ha obligado a muchas de ellas a comenzar a retirar los estímulos fiscales y monetarios brindados en un contexto donde muchas de ellas aún conviven con el impacto del virus y están lejos de haber alcanzado los niveles de actividad exhibidos antes de la irrupción de la pandemia.

En este contexto, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania -y su potencial escalada- se presenta como una fuente de incertidumbre adicional, en particular debido a que aún es temprano para evaluar sus consecuencias, tanto económicas<sup>12</sup> como geopolíticas<sup>13</sup>. Por lo pronto, es esperable que la guerra impacte sobre la evolución de la actividad económica internacional ralentizando la recuperación en curso, al tiempo que genere mayor presión sobre la dinámica de precios -en particular de las economías avanzadas- a través del aumento del precio de los commodities energéticos y alimenticios.

A pesar de lo anterior, se debe tener presente que el dólar ha evolucionado de forma algo diferente en el mercado financiero local y se ha debilitado en términos reales con respecto al peso uruguayo. Este comportamiento podría ser explicado en buena medida por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta. No obstante lo anterior, la inflación se ha acelerado recientemente y se espera se mantenga por encima de la meta en los próximos meses. Este cambio en la dinámica inflacionaria guarda relación principalmente con el aumento del precio de los precios de la energía y los alimentos (trigo, maíz, carne y lácteos, entre otros) producto de la guerra en Ucrania. Si bien aún esto no se ha visto totalmente impactado en los precios, es probable que en los próximos meses los precios domésticos comiencen a internalizar este nuevo escenario global.

**Gráficos 4 y 5 – Tipo de Cambio Nominal (USD/UYU) e Inflación (Anual)**



<sup>12</sup>. Es esperable que este dependa de la intensidad y duración del conflicto, así como que sea heterogéneo entre los distintos países. Entre otros factores, el impacto podría depender de la composición de la canasta de comercio exterior de cada país -productos exportados e importados y sus correspondientes destinos y procedencia-, así como de sus lazos financieros internacionales.

<sup>13</sup>. El conflicto podría traer aparejado cambios en el escenario geopolítico internacional que introduzcan modificaciones sobre las actuales relaciones de poder de la política internacional

Fuente: EconUy

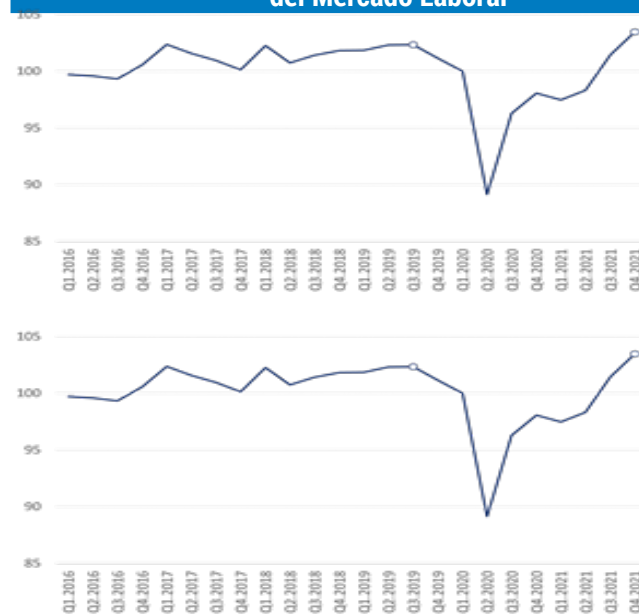
Al respecto de la actividad económica, luego de la significativa caída de la actividad durante 2020, la economía uruguayo ha comenzado un lento y dispar proceso de recuperación que estuvo fuertemente condicionado por la realidad

sanitaria que atravesó el país principalmente durante el primer trimestre del año. En efecto, esta situación derivó en una recuperación asimétrica para los distintos sectores de actividad y que estuvo impulsada por el buen desempeño de la construcción (estrechamente vinculada a grandes obras) y el sector agropecuario. Con esto, el PIB creció 4,4% en 2021, superando los niveles de actividad del 2019, previo a la pandemia. No obstante, y en línea con lo anterior, la recuperación ha sido asimétrica entre sectores, resaltando que algunos sectores sufrieron por más tiempos los efectos negativos de la crisis sanitaria

En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo este año a un ritmo anual de 3,8%. Estos guarismos han sido ajustados al alza en los últimos meses, aunque no incorporan aún las perspectivas de un ciclo financiero más restrictivo ni el aumento de la incertidumbre global producto de la guerra en Ucrania.

En esta línea, la realidad del mercado laboral ha presentado una evolución favorable en los últimos meses con sendos incrementos en la participación laboral y el empleo de las personas en edad de trabajar, los cuales trajeron aparejado una caída en el desempleo. Al mismo tiempo, la cantidad de ocupados habría alcanzado los niveles previos a la pandemia, reforzando la recuperación general de la economía. Este comportamiento del mercado laboral tuvo su correlato en el ingreso de los hogares, que recuperaron de forma parcial la caída asociada a la crisis económica derivada de la pandemia. En paralelo, los salarios no han tenido la misma evolución, ubicándose 1,5% por debajo de 2020, en términos reales. Por otro lado, el debilitamiento del dólar a nivel local permitió recuperar aún más el poder de compra de los hogares medido en dólares.

**Gráficos 6 y 7 – Nivel de actividad (Desestacionalizado) y Evolución del Mercado Laboral**



Fuente: EconUy

## **2. 2. Mercado inmobiliario de oficinas y vivienda: evolución reciente y perspectivas**

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

Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector 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.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019) 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 a partir de mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local, con efectos sobre el mercado inmobiliario. Sin embargo, durante 2021 esta situación parece revertirse y comienza a evidenciarse cierto dinamismo del sector, tal como se aborda en lo que sigue de este capítulo.

### **2.a. Oficinas A y A +**

A mediados de la década del noventa, producto de la mayor participación del sector servicios en la economía uruguaya, el mercado de oficinas en Uruguay comenzó a evidenciar un proceso de transformación con la creación de nuevas industrias con nuevas necesidades y el desarrollo de nuevos centros de negocios, ampliando la distribución geográfica de las oficinas. El avance de la globalización y la fragmentación de los procesos en las cadenas de valor globales ha ido posicionando a Uruguay como un país competitivo para instalar empresas de servicios en conexión con el resto del mundo. Software, Servicios Financieros, Servicios Profesionales, Outsourcing de grandes empresas, son algunos de los ejemplos de actividades que sostienen la demanda en el mercado de oficinas A y A + y que han tenido un importante desarrollo en los últimos años.

El primer hito fue la construcción de las oficinas WTC. En el período 2005 – 2012, el país comenzó a recibir inversión extranjera directa para producir edificios de oficinas que se enmarcaron en lo que se denomina “servicios globales” y donde Uruguay ofrece condiciones de competitividad genuinas. En paralelo, las Zonas Francas y el desarrollo de otros centros de oficinas a lo largo de Montevideo, han reforzado lo anterior.

## **i. Oferta de oficinas**

De acuerdo a Uruguay XXI y Coldwell Banker Commercial, el stock de oficinas A y A + ha crecido de forma sostenida en los últimos treinta años, con especial desarrollo en los últimos diez años y con varios emprendimientos aún en proceso de construcción. Según estimaciones de Uruguay XXI, a finales de 2020 contaba con más de 270 mil metros cuadrados de oficinas A y A +, de los cuales 40% corresponden a edificios de estas categorías localizados en Zonas Francas. Los restantes 60% se encuentran distribuidos en 23 edificios a lo largo de Montevideo de los cuales seis son categoría A+ y los restantes de categoría A. Es importante notar que la mayoría de los inmuebles de oficinas catalogados como A+ se encuentran en la misma zona que el Proyecto Cosmos del FFP

La oferta de oficinas es cada vez de mayor calidad y se está adecuando a las formas de trabajo modernas. En este sentido, de acuerdo con Uruguay XXI, el arribo de empresas extranjeras ha aumentado las exigencias en las edificaciones de oficinas, lo cual ha sido reforzado por empresas locales que elevaron sus estándares al nivel de las empresas extranjeras. A este respecto, se destaca el edificio Plaza Alemania, un edificio de categoría A + que cuenta con 13.400 metros cuadrados de oficinas y, de acuerdo con Uruguay XXI, se trata de uno de los mejores edificios de esta categoría en la región.

Sumado a la oferta actual, existen varios proyectos en desarrollo que se volcarán sobre el stock actual, ampliando la oferta de espacios de oficinas. Algunos ejemplos de esto son Alma Et, Brusco y Carrasco Valley, que se desarrollan en distintos puntos de Montevideo. A esto se agregan algunos edificios de viviendas que ya comienzan a incorporar espacios destinados al trabajo, como coworks o zonas dedicadas lo que amplía marginalmente la oferta, aunque esta tendencia es aún muy incipiente. Según Workplace en su informe de 2021 se espera que se agreguen 66 mil metros cuadrados adicionales entre 2022 y 2024. Lo anterior, confirma la relevancia del sector de oficinas de alto estándar y su ubicación geográfica en zonas específicas de Montevideo.

## **ii. Demanda, vacancia y precios**

De acuerdo con el reporte sobre el mercado de oficinas de Montevideo de CBC, la absorción neta de oficinas de estas categorías ascendió a 6.500 metros cuadrados promedio anual durante los últimos diez años. Se debe tener presente que esta absorción varió de acuerdo con la categoría del edificio: mientras que las oficinas de categoría A tuvieron una absorción anual promedio de 2.600 metros cuadrados por año, las oficinas de categoría A + presentaron una absorción de 3.900 metros cuadrados.

En los últimos años, la demanda ha sido motivada por empresas que migran sus oficinas a edificios con mejores prestaciones. En este sentido, la demanda se ha concentrado en espacios con excelentes sistemas de seguridad, sistemas de detección y extinción de humo de última generación, plantas libres y muy iluminadas, espacios compartidos de trabajo y amenities corporativos y muy buen sistema de transporte y entorno. A su vez, la crisis sanitaria y la preocupación por los espacios ha llevado en algunos casos a considerar estos elementos a la hora de la decisión de arrendar, contemplando mayores espacios que antes para los trabajadores.

Sin embargo, la demanda por oficinas se habría movido a distintas velocidades en los últimos dos años, en parte producto de la crisis sanitaria con dos elementos relacionados. Por un lado, la incertidumbre y el teletrabajo; por otro la necesidad de adecuar los espacios a nuevos requerimientos. Según Workplace Real Estate, “pocas empresas nuevas consultaban por espacios de trabajo hasta comenzar el tercer trimestre de 2021. En octubre de 2021 el equipo de Workplace Real Estate ha notado un cambio en las consultas, principalmente nuevas empresas multinacionales que buscan áreas de 750 a 1.000 m<sup>2</sup>.”

Respecto a los precios de alquiler de oficinas, estos habrían tenido variaciones en los últimos años producto de la pandemia y su efecto en los espacios de trabajo. En particular, informantes calificados han resaltado que los precios de los arrendamientos de oficinas tuvieron una baja producto de renegociaciones durante los primeros meses de la crisis sanitaria. De esta forma, se habría procesado un ajuste a la baja en los precios de alquiler a través de una flexibilización de los contratos existentes -con quitas para los meses más afectados por la pandemia- y a reducciones en los precios solicitados para aquellas empresas que buscan nuevas oficinas. Previa a este fenómeno y en los últimos meses de 2021 se observó cierta estabilidad en los precios, sin cambios adicionales. Según la información provista por Workplace los alquileres de oficinas A y A+ se ubicarían hoy en 17 USD y 27 USD por metro cuadrado, respectivamente. Estos resultados son consistentes con estimaciones previas de otros especialistas en real estate corporativo. Si a los precios anteriores se le agregan los gastos comunes, también en términos promedio, el costo final de los arrendamientos corporativos rondaría entre 21 USD y 32 USD para oficinas A y A+. Estos precios se encuentran en línea con lo previsto en el marco del Fideicomiso Financiero Platinum en su modelo de negocios y el flujo de fondos previsto originalmente.

De todas formas, debe considerarse que los precios se caracterizan por tener amplia variabilidad respecto a diferentes características de las oficinas -como son la ubicación, superficie total, orientación, piso, entre otras- existiendo importantes diferencias para aquellas oficinas ubicadas en Zonas Francas.

### **iii. Impacto del COVID-19 sobre el futuro del mercado de oficinas**

El mercado de oficinas está atravesando un proceso de transformación. Los cambios evidencian raíces tecnológicas, económicas y culturales. La irrupción de la pandemia profundizó y aceleró un proceso de cambios que ya había comenzado a mediados de la primera década del siglo y es esperable que introduzca modificaciones sobre los paradigmas existentes previamente en cuanto al diseño y uso de las oficinas, en busca de espacios más amplios, con menor densidad de personas por m<sup>2</sup> y mejores prestaciones para los usuarios.

A este respecto, es posible conjeturar que no parecería probable que las empresas migren a un régimen completamente remoto (similar al implementado por muchas empresas durante los momentos más delicados de la emergencia sanitaria) en el corto o mediano plazo. De hecho, los indicadores de movilidad parecen acompañar estrechamente la relativa normalización de la situación sanitaria, con las oficinas volviendo a la normalidad. Este es un fenómeno que está ocurriendo tanto a nivel local como global. El cambio que sí parece perdurar es que el trabajo incorpore instancias a distancia, manteniendo cierto esquema híbrido de asistencia a la oficina (es decir, que



sus empleados desarrollen parte de sus tareas de forma presencial y otra de manera remota) y que las oficinas requieran más espacio para cumplir los protocolos. No obstante, este esquema híbrido aún está bajo prueba, y la evidencia no permite ser concluyente sobre sus resultados.

En última instancia, la persistencia e intensidad del trabajo remoto en el futuro podría depender, entre otros factores, de: acuerdos entre empresas y trabajadores; modelos de trabajo instaurados por la empresa; una adecuada legislación laboral y; de adecuadas comodidades en el hogar para los trabajadores. Estos elementos serán claves, en tanto podrán actuar como un incentivo o una limitante a la adopción de nuevas tendencias en cuanto al mix presencialidad-teletrabajo. Los casos internacionales son variados y no muestran una tendencia clara sobre estos puntos.

## **2.b. Oferta de vivienda**

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o representan la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas ya que más del 60% del stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado tanto a nivel de producto como de zona geográfica y público objetivo, y por tanto es dable pensar que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc.

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

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos. Más recientemente, cambios en la Ley de Vivienda Promovida habrían apuntalado el desarrollo de inmuebles, dando un nuevo impulso a la construcción de vivienda nueva en zonas donde la VIS había focalizado sus objetivos.

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 -las cuales se describen más adelante, en la sección que analiza la demanda de vivienda-.

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

### **i. Demanda por consumo e inversión**

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

#### **i.i. Factores que inciden en la demanda para uso**

##### **i.i.i. Factores Sociales**

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan cambios sustanciales en los próximos 25 años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios en los determinantes del crecimiento natural o un saldo migratorio positivo. Precisamente, en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI<sup>14</sup>. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

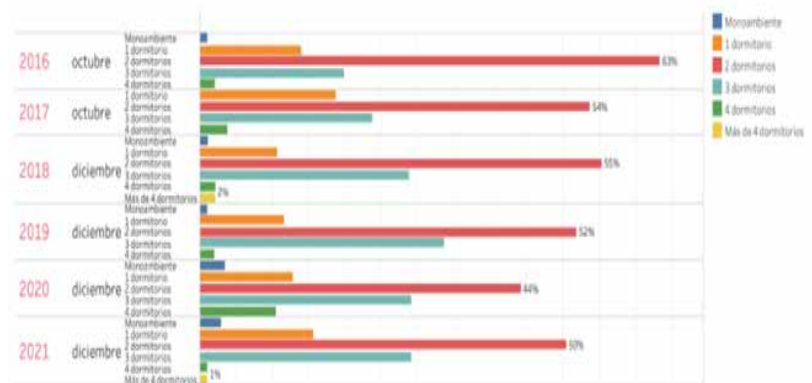
A su vez, existen otros drivers estructurales, propios de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son:

- i)** el avance en la esperanza de vida;
- ii)** la creciente fragmentación del hogar;
- iii)** la disminución de la tasa de matrimonios;
- iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y;
- v)** la inseguridad. Todos estos elementos han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda y seguirán impactando en las preferencias de los hogares. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

<sup>14</sup>. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: aproximadamente el 20% y 50% de los encuestados prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. Si bien en anteriores ocasiones se identificó un creciente interés por viviendas algo más grandes (durante 2020) este parece haberse diluido en la última edición de la encuesta.

**Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"**



Fuente: Research Uruguay

Para estos hogares, los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación en un lugar céntrico, la existencia de buena locomoción, que se trate de un entorno seguro y cercano al lugar de trabajo. Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y son consistentes con los atributos que ofrece el Proyecto Cosmos del FFP. Respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores determinantes a la hora de elección de una vivienda, de acuerdo con el relevamiento realizado por Research.

### i.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, evidenció una caída durante 2020-21 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido. Esta caída estuvo explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a la irrupción de la pandemia. Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó principalmente en los primeros meses luego de la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. En particular, la propensión a comprar bienes durables presentó una pronunciada caída durante este período.

A pesar de ello, durante la segunda mitad del 2021 y comienzos del corriente año las expectativas de los consumidores registraron una mejora y se situaron en la zona de moderado optimismo. Esto incluso implica una mejora relativa en comparación a los últimos 5 años, la cual no parece guardar relación con los principales indicadores macroeconómicos, sino que parece reflejar una mejora del clima general por el proceso de apertura y las mejores perspectivas post-pandemia.

## Gráfico 9 – Confianza del consumidor y de consumo en bienes durables



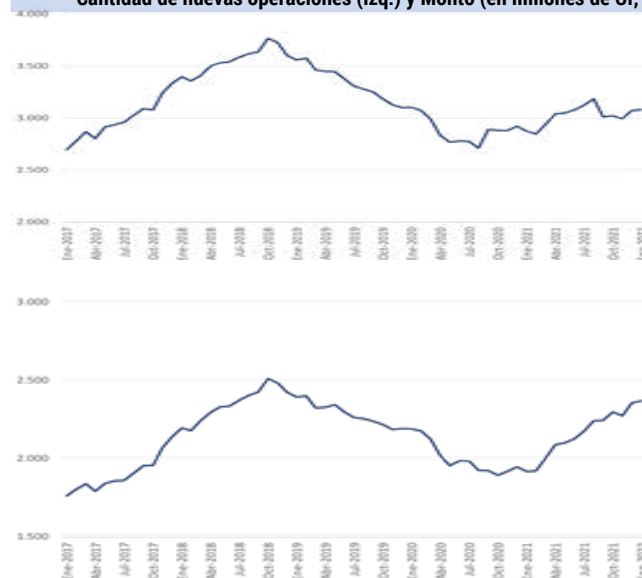
Fuente: SURA y UCU

Cuando se examinan los distintos subíndices que componen el Índice de Confianza del Consumidor, se aprecia que la recuperación estuvo en parte ligada a una importante recuperación de la propensión a comprar bienes durables. Esta se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos pre-pandemia y representa una buena noticia para el mercado inmobiliario, en tanto reflejaría un mayor optimismo y cierta propensión a ingresar o participar activamente en el mercado.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario, este habría registrado una importante recuperación luego del mínimo evidenciado durante el primer semestre de 2020: a enero del corriente año el monto de nuevas operaciones supera casi un 10% el exhibido previo a la irrupción de la pandemia. Este aumento en los montos fue acompañado con una modesta recuperación de la cantidad de nuevas operaciones -que actualmente se sitúan en su nivel previo a la pandemia-, lo que da cuenta de un aumento en el monto promedio de crédito otorgado por operación. Esto sugiere que a nivel de créditos hipotecarios el incremento se vuelca hacia mayores montos, por sobre la cantidad de operaciones nuevas.

## Gráfico 10 y 11 – Créditos hipotecarios en UI

Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: CARE en base a BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del BCU, al mes de enero de 2022 se ubicaba en 2.600 millones de dólares. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa 3% por encima de su nivel previo a la pandemia, al tiempo que evidencia una tendencia positiva durante los últimos meses. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,2% del total de créditos.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Interno Bruto se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,5% para 2021, lo que se considera bajo en perspectiva internacional y aún moderado para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el coeficiente crédito hipotecario/PIB en el Uruguay es reducido en relación con los países desarrollados y algunos países de la región.

De esta forma, es posible argumentar que el crecimiento del sector de vivienda se vería beneficiado de un mercado financiero más profundo y un mayor desarrollo del crédito hipotecario. A este respecto, el sistema financiero enfrenta restricciones debido al tamaño y composición de sus hojas de balance

Desde la óptica de los agentes demandantes de crédito (los hogares), algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son el ahorro previo y los requisitos de ingresos mensuales por núcleo familiar. En este sentido, los requisitos asociados a estos últimos se habrían incrementado en los últimos años. A modo de referencia y según Sader & Calvete, a diciembre 2021 el ingreso mensual líquido requerido para acceder al financiamiento del 80% de un inmueble medio tipificado de 65m2 alcanzó a \$144.000 a precios constantes de diciembre de 2020. Según datos del INE<sup>15</sup>, estos ingresos no sólo se ubican por encima del ingreso promedio, sino que sólo el 13% de los hogares contaba con ingresos líquidos superiores a este monto durante el último año<sup>16</sup>.

**Gráfico 12 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario**



Fuente: Sader & Calvete (Mar. de 2022).

<sup>15</sup>. De acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares (ECH).

<sup>16</sup>. Complementando lo anterior, el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda, en tanto apenas 20% dice que no requerirá financiamiento.

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad, determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Más allá de cierto ajuste, al día de hoy las tasas de interés a nivel internacional continúan en niveles bajos -en particular las reales- principalmente asociadas a políticas ultra-expansivas en los países desarrollados, lo que genera condiciones favorables para el fortalecimiento de la demanda de inmuebles como inversión. En el mercado local, esto a su vez podría ser apuntalado por el fortalecimiento del peso uruguayo respecto al dólar, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera.

Esto fue evidenciado en la anterior encuesta realizada por Research Uruguay, donde el 15% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, el guarismo más alto desde que se realiza esta medición. A pesar de ello, la última edición de la encuesta de Research Uruguay refleja que los hogares redujeron sus búsquedas de vivienda para inversión, aunque prevén hacerlo en mayor medida en los próximos dos años.

## **ii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres**

### **ii.i. Evolución general de operaciones y precios**

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y debe ser complementada con información secundaria. Por este motivo es necesario analizar la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA y Equipos, conjugado con la evolución de distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector como la recaudación de Impuesto a las Transacciones Patrimoniales y la cantidad de nuevos créditos hipotecarios bancarios permiten obtener una primera aproximación de la coyuntura del sector casi a tiempo real. A este respecto, el comportamiento de cualquiera de estos tres indicadores deja entrever una dinámica positiva del mercado inmobiliario luego de la irrupción de la pandemia a comienzos del pasado año.

Por una parte, el Índice de Confianza del Consumidor presentó una evolución positiva en la segunda mitad del último año y actualmente se sitúa en la zona de moderado optimismo. Esta evolución favorable estuvo ligada parcialmente a una importante recuperación de la propensión a comprar bienes durables, que actualmente se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos antes de la pandemia y representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles.

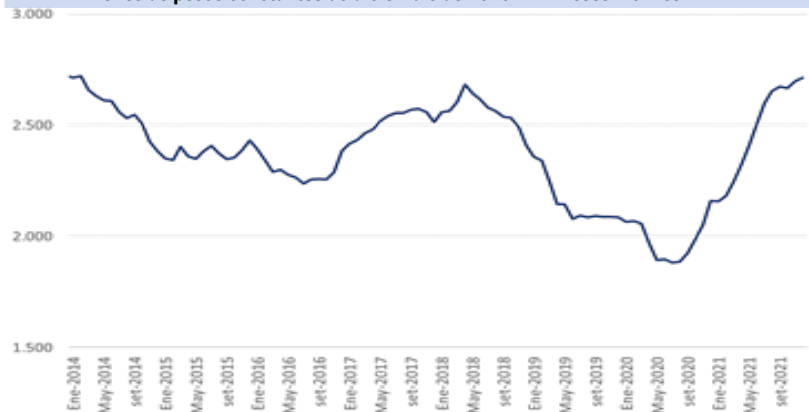
Por otra parte, los créditos hipotecarios evidenciaron un comportamiento positivo, particularmente en cuanto a los montos de las nuevas operaciones. En este sentido, si bien la cantidad de nuevas operaciones se situó en niveles similares a su nivel previo a la irrupción de la pandemia, los montos operados presentaron una evolución favorable durante los últimos meses y actualmente se encuentran un 10% por encima de este nivel.

Por último, y de alguna forma como reflejo de la recuperación de la confianza de los consumidores y el incremento de las operaciones de crédito hipotecario,

la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales evolucionó más que favorablemente y también se ha recuperado cuando se lo compara con los niveles previos a 2020<sup>17</sup>. Esto parecería pautar una recuperación de la transaccionalidad del sector -lo que podría ser explicado por una mayor cantidad de operaciones u operaciones de montos más elevados-. Esto es consistente con la última información disponible del Instituto Nacional de Estadística<sup>18</sup> que indica que se han registrado más de 25% más de compraventas a nivel país respecto al 2020. En el caso de Montevideo, que es el principal punto de desarrollos inmobiliarios para vivienda permanente, los registros de compraventas aumentaron 18% en 2021, respecto al año anterior, confirmando la recuperación del sector y las buenas perspectivas del mercado inmobiliario.

**Gráfico 13– Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP)**

Millones de pesos constantes de diciembre de 2020 - 12 meses móviles



De esta forma, la evolución de estos tres indicadores en su conjunto junto a la información de la Dirección Nacional de Registros dejan entrever que el mercado inmobiliario evolucionó favorablemente luego del importante impacto sufrido al momento de la irrupción de la pandemia. A este respecto, la concreción de operaciones postergadas a raíz de la pandemia apuntado por la parcial recuperación de los ingresos de los hogares -explicada por la paulatina recuperación del mercado laboral e impulsada por la debilidad del dólar en el mercado financiero local- y las mejores expectativas de estos, explicarían en parte la evolución favorable del mercado inmobiliario. Adicionalmente, es posible conjeturar un incremento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -como fue relevado en la edición anterior de la encuesta de Research Uruguay-.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Sader y Calvete en base al Research de Portfolio, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría tendido a aumentar durante 2021. A pesar de esto, informantes calificados del sector habían informado a CARE que muchas operaciones se habrían realizado validando precios en dólares menores. Es importante destacar que esto podría llevar a cierto desencuentro entre oferta y demanda, en tanto el mercado no convalida los precios de oferta y los propietarios retienen sus viviendas por más tiempo. Lo anterior favorece, en última instancia al mercado de alquileres que ha venido creciendo en cantidad de hogares inquilinos desde hace años.

<sup>17</sup>. Incluso uno debe remontarse hasta principios de 2014 para encontrar niveles de recaudación similares.

<sup>18</sup>. En base a información de la Dirección General de Registros.



El mantenimiento/alza de los precios en dólares habría llevado a un aumento del precio medido en pesos constantes (UI). Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial, basado en la idea de un activo financiero), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más directa con la unidad indexada que con el valor del dólar. Esto se debe a que, **(i)** la vivienda es un bien no transable y por lo tanto se determina en el mercado doméstico y, **(ii)** aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables, denominados en moneda local.

En última instancia, se debe notar que la importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de arrendamientos. En este sentido, en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo, al tiempo que la cantidad de hogares inquilinos ha tenido un aumento sostenido desde 2016. Parte de este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de la vivienda y resalta que el alquiler continúa siendo la válvula de escape del sector inmobiliario.

### **ii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda**

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante los últimos 18 meses, se espera que el mercado inmobiliario exhiba cierta estabilidad, en especial en cuanto a compraventa. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 cuyo efecto sobre el mercado inmobiliario parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad durante 2021.

A este respecto, la recuperación de la confianza de los consumidores -principalmente de su predisposición a comprar bienes durables- apuntada por la parcial recuperación del ingreso de los hogares -gracias a recuperación del mercado laboral y la debilidad del dólar a nivel local- habría impulsado la concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. Adicionalmente, es posible conjeturar que esta situación haya sido acompañada de un aumento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -en particular considerando el contexto financiero local e internacional- y un aumento de demanda de extranjeros que buscan instalarse en el país -en parte atraídos por posibles beneficios tributarios como la residencia fiscal-.

En esta línea, la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel local podría seguir incidiendo positivamente sobre la recuperación del poder adquisitivo de los hogares, lo cual sumado a las bajas tasas de interés continuaría impactando positivamente sobre las decisiones de compra, en particular para aquellas personas que miran al sector inmobiliario desde una perspectiva financiera: como resguardo de valor y generación de renta. De acuerdo a la información analizada, el mercado valora varios de los atributos que ofrece el Proyecto Cosmos en cuanto a la ubicación geográfica, su cercanía a centros de trabajo y los ejes de transporte. A su vez, es posible afirmar que el segmento de población al cual apunta el proyecto ha estado menos expuesto a los efectos económicos negativos derivados de la pandemia.

Más allá de ello, es importante realizar algunas consideraciones hacia el futuro. Por una parte, aún es precipitado evaluar las consecuencias macroeconómicas de la guerra de Ucrania y su derrame sobre economías en desarrollo. Si bien



el impacto será heterogéneo y dependerá de múltiples factores<sup>19</sup>, en el corto plazo es esperable que la guerra limite el ritmo de recuperación de la actividad económica a nivel internacional, al tiempo que agregue presión adicional sobre la dinámica de precios de las economías desarrolladas<sup>20</sup>. En un extremo, esta situación podría derivar en un contexto internacional menos favorable para las economías en desarrollo (más allá de mejoras en los precios de exportación), lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-, al tiempo que podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado el elevado nivel de incertidumbre.

Por otra parte, se debe tener en cuenta que el poder adquisitivo de los hogares aún no recuperó su nivel previo a la pandemia y es esperable que su evolución esté directamente ligada a la dinámica de la actividad económica. A este respecto, no sólo las consecuencias económicas de la guerra serán determinantes, sino que también será importante la evolución de la situación sanitaria que, si bien parece haberse normalizado, aún persisten ciertos riesgos. En última instancia, ambos factores de riesgo podrían impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores a futuro, en tanto estos podrían mostrarse más cautelosos a la hora de asumir compromisos de largo plazo.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a pesar de los eventos adversos recientes.

### 3. Las políticas públicas

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza por parte del Estado de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el Fideicomiso para alcanzar los flujos de fondos proyectados en su Prospecto de Emisión y cumplir con sus correspondientes obligaciones. A este respecto, se debe notar que históricamente los gobiernos del país no han intervenido en los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso.

En esta línea, Uruguay cuenta con un marco legal específico para el desarrollo de la actividad industrial, logística y al sector inmobiliario en un sentido amplio. Por citar algunas de las más importantes: Ley de Zonas Francas; Ley de Parques Industriales y Ley de Inversiones. Este marco normativo de política pública se ha mantenido durante décadas y es de muy baja probabilidad que se modifique de forma que afecte negativamente la actividad sectorial con impacto significativo en el correcto desarrollo de la actividad del Fideicomiso. En cuanto al mercado de oficinas, no se esperan cambios sustanciales desde las políticas públicas, al tiempo que el esquema de trabajo presencial parece volver a la normalidad de forma paulatina. El único elemento que podría impactar indirectamente en el sector de oficinas, se refiere a la legislación del trabajo, en especial en lo que refiere al trabajo a distancia. Si bien se ha promulgado una Ley de Teletrabajo (n°19978) que por el momento no parece haber modificado las preferencias de las empresas y trabajadores, este tema es aún incipiente y podría ser sujeto de revisión en algún momento. En cuanto a la oferta de oficinas, los estímulos fiscales han sido un elemento que

<sup>19</sup>. Entre ellos, la matriz productiva de cada país, sus correspondientes canastas de comercio exterior y sus lazos financieros internacionales

<sup>20</sup>. Particularmente a través del aumento del precio de los commodities, en especial aquellos de índole energética como el petróleo y el gas.

ha apuntalado algunos desarrollos recientes en el mercado de oficinas del segmento A + y A.

Por el lado de la vivienda, la política 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. El actual gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de ciertas modificaciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020, generando un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Los proyectos promovidos deben ser de más de 6,5 millones de dólares de inversión.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas.

#### 4. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios del Fideicomiso se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. En este sentido, ni la primera etapa de la pandemia durante 2020 ni el recrudescimiento de la situación a comienzos de 2021 han impactado de manera particular sobre los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso. En perspectiva la entrada al mercado de las unidades ocurrirá con un mercado que ha superado la crisis sanitaria y con el desarrollo de nuevos emprendimientos que destacan el atractivo del mercado de oficinas. La vuelta a la normalidad debería fortalecer al mercado inmobiliario de oficinas, aunque el mantenimiento del trabajo híbrido genera incertidumbre sobre la configuración y exigencias de los espacios corporativos. *Se considera un nivel de Riesgo bajo/medio.*

**El riesgo de políticas públicas.** Se encuentra acotado en tanto históricamente los sucesivos gobiernos han tenido reducida incidencia en los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso. De esta forma, a la fecha de la presente actualización no se advierten amenazas en lo que respecta al riesgo político. El mantenimiento de los estímulos fiscales a los cuales el Fideicomiso Financiero Platinum ha aplicado, favorecen el desarrollo de este tipo de emprendimientos. No se prevén cambios en el corto plazo que operen en detrimento de los objetivos del FFP. *Se considera un nivel de Riesgo bajo.*

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy<sup>21</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

<sup>21</sup>. **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**