

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, abril de 2023

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
38	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública 25 - abril - 2023

Fecha de Emisión:	Julio de 2021
Denominación:	FIDEICOMISO FINANCIERO "PLATINUM"
Títulos:	Títulos Mixtos (90% deuda, 10% equity) con interés base del 3% e interés contingente incremental.
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Moneda:	dólares americanos
Importe de la emisión:	Hasta USD 165.000.000 (ciento sesenta y cinco millones de dólares).
Distribuciones:	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
Administrador:	Platinum Real Estate SA (ex Dalystown S.A.)
Plazo:	30 años
Activos del Fideicomiso:	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Comité de Calificación:	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de noviembre de 2023 ¹
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

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

Resumen General

CARE ha 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 desarrolla 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 en su calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas, incluyendo la aplicación de exoneraciones fiscales legales consistentes con las ampliaciones al régimen disponible. Estas fueron aprobadas en enero de 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 (en adelante Cosmos). 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 explotan un nicho de mercado en expansión.
- El proyecto original estipulaba una tasa interna de retorno del 8,35% que fuera sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios adversos de distinta intensidad, con ajustes sobre precios y cantidades. La actualización de la TIR se encuentra en torno a 7,95%.
- En 2022 se observa una mejora en los principales indicadores del mercado inmobiliario, en especial un aumento de la transaccionalidad. El Proyecto Cosmos se encuentra diversificado entre vivienda y oficinas, ambas en segmentos de alto estándar y respondiendo al desarrollo de la centralidad en torno a 26 de marzo y Luis Alberto de Herrera, que se ha posicionado como un polo atractor del punto de vista comercial, corporativo e inmobiliario. A su vez, las preferencias de los hogares resaltan la importancia de habitar cerca del trabajo. Por el lado de las oficinas, el segmento A+ no ha registrado incrementos en su nivel de vacancia, aunque en algunos casos se realizaron ajustes 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, a los cuales el Proyecto Cosmos se adhirió. 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% del componente deuda.**

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Santiago Rego, Martín Durán Martínez y Julio Preve. 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 2023. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales

- Se emiten títulos mixtos por USD 165 millones. El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los TTMM a través de la inversión en:
 - (i) La construcción de un proyecto inmobiliario denominado proyecto Platinum (actualmente COSMOS) con una superficie total de más de 91 mil m² repartidos en tres edificios destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales y estacionamiento. Este proyecto se ubica en la zona del Puerto del Buceo.
 - (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 Fideicomiso². 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 USD 34,4 millones integrados por USD 32,4 millones en Títulos Mixtos y USD 2 millones 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 reduce la carga de intereses a pagar durante el período de inversión en el proyecto edilicio, la cual se incrementa con el desarrollo del proyecto. 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).

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

- El FF tiene una estrategia definida con foco principal en el mercado de oficinas y vivienda en una zona premium en expansión y atractiva como centro de servicios y oficinas. A su vez, el Proyecto contempla también locales comerciales y estacionamientos que complementan la oferta y diversifican riesgos entre distintos agentes económicos y servicios. El Proyecto Cosmos estará orientado a la generación de espacios de oficinas A+.
- 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. En agosto 2021 se obtuvo el permiso de construcción por parte de la Intendencia de Montevideo. En febrero de 2022 se iniciaron las obras, adjudicadas a dos empresas (Constructora Sudamericana SA y Norte SA). Las obras tuvieron cierto retraso en su comienzo respecto a lo previsto, pero no se destacan retrasos posteriores, manteniéndose la fecha de finalización de estas etapas para finales de 2024.
- En cuanto a los aspectos comerciales, se modifica la forma de pago de las unidades hacia un esquema bimoneda definido por 30% en USD y 70% en UI. Esto responde a la coyuntura económica y al riesgo de descalce de monedas en caso de que el pago fuera en su totalidad en USD, más considerando el escenario actual de apreciación del peso. En relación a lo anterior, el Administrador también se encuentra evaluando operaciones de cobertura (forward) para mitigar estos riesgos.

3. Hechos salientes del período

- En relación a la obra en curso, se han aprobado los asesores técnicos y se continúan cerrando negociaciones con los subcontratos de obra.
- También en el período, se recibió el cuarto capital call por USD 11 millones.
- El Plan Comercial sigue su curso y se han comercializado 18% de la superficie de viviendas y 21% de garajes.
- Se ha actualizado el modelo financiero considerando la evolución del escenario macroeconómico, en especial la evolución del dólar respecto a lo previsto inicialmente, el avance de obra, los cambios al plan comercial en materia de ventas y precios, entre otros. Todo lo anterior implica una moderación de la TIR que pasó de 8,35% a 7,9%.
- En diciembre de 2022, la Dirección Nacional de Propiedad Intelectual del MIEM concedió la marca COSMOS al proyecto.

4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe trimestral de gestión agosto-octubre 2022 y noviembre 2022-enero 2023.
- Informe Anual nov-21-oct-22 del operador Platinum Real Estate.

- EE.CC. del fiduciario al 31/12/22
- EE.CC. del fideicomiso al 31/12/22.
- Carta de abogados sobre no existencia de contingencias jurídicas. Diciembre 2022
- Calificación original realizada en 2021 y actualizaciones posteriores
- Informe Comité de Vigilancia Diciembre 2022
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a febrero 2023 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- “Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”; marzo de 2023. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette
- Uruguay XXI; “Sectores Construcción e Inmobiliario”; diciembre de 2022.

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 nota³.

³. Ver “Manual de calificación de finanzas estructuradas...” Punto 3.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS

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 (90% deuda, 10% equity)

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 sobre el componente deuda, 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 Financiero⁴ 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. ”

⁴. 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 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

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 Platinum Real Estate SA (antes 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

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2022 sigue mostrando una sólida situación de solvencia aunque registra un déficit en el periodo producto no de sus operaciones corrientes sino explicado por resultados financieros. 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.

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

Concepto	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo Corriente	26.974	18.989	15.859
Activo no Corriente	245.533	281.068	228.346
Total Activo	272.507	300.057	244.205
Pasivo Corriente	43.807	33.484	27.348
Pasivo no Corriente	204.187	230.681	180.257
Total Pasivo	247.994	264.165	207.605
Patrimonio	24.512	35.891	36.600
Total Pasivo y Patrimonio	272.507	300.057	244.205
Razon Corriente	0,62	0,57	0,58

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2022 muestran una caída importante respecto al mismo periodo del 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	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Ingresos Operativos	80.546	75.867	60.275
Gastos Adm. y Vtas.	-66.556	-63.018	-53.901
Resultado Operativo	13.990	12.849	6.373
Resultados Financieros	-28.054	-12.734	2.566
Resultados antes de impuestos	-14.064	116	8.939
IRAE	2.685	-824	-2.686
Resultado del período	-11.379	-709	6.253
Res Operativos/Ingresos	17,37%	16,94%	10,57%
Res Ejercicio/Ingresos	-14,13%	-0,93%	10,37%

Fuente: EE.CC de EFAM

No obstante lo anterior, no se advierten riesgos sobre su continuidad como administrador fiduciario. 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 (antes 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 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, lo 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, 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 desarrolla el proyecto. Esto ya ocurrió con la primera emisión realizada en julio de 2021; en realidad el Fideicomiso adquirió el 100 % del paquete accionario de Cepheus SA (empresa subsidiaria propietaria del inmueble) al costo de USD 34,4 millones.

La composición del capital accionario y directorio de la sociedad se mantiene tal como fue mencionado en anterior actualización. Desde el punto de vista económico financiero, al tratarse de una sociedad nueva, el cierre de balance al 30/09/2022 recoge resultados acordes a la etapa inicial en que se encuentra.

La administración informa que al 31/12/2022, en Asamblea Extraordinaria, se concretó la capitalización de todo el pasivo con los accionistas con lo cual queda de manifiesto el compromiso y apoyo concreto de éstos. Por otra parte, se considera que a medida que se vayan concretando las ventas y los arrendamientos (a partir de que los edificios queden operativos en 2025), las mismas generarán ingresos operativos por comisiones, que redundarán en resultados positivos de los ejercicios siguientes.

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 (propietaria del terreno).

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 encargada de desarrollar el proyecto y es la propietaria del terreno asiento de los edificios a construir.

Al cierre del ejercicio informado (diciembre de 2022) se habían emitido Títulos Mixtos por USD 69,4 millones; posteriormente el 23/2/2023 se realizó la 5ta integración por USD 12 millones; adicionalmente, vía capitalización de los intereses devengados en el año 2022, se realizó una emisión de USD 1.475.570 por lo que, a la fecha de elaborar este informe, los títulos mixtos emitidos alcanzan una cifra del orden de USD 82,9 millones.

Como se sabe, el 90% de la emisión es deuda por la que el Fideicomiso paga intereses de 3% lineal anual más un interés contingente incremental tal como se describe en otra sección. En consecuencia, esta partida figura en el pasivo del Fideicomiso mientras que en el patrimonio se registra el restante 10%.

La modalidad acordada para llevar adelante el proyecto es, como se ha dicho, a través de la Subsidiaria no Consolidada (SNC) o sea, Cepheus SA. En tal sentido, el 22/01/2022 se firmó un contrato por el cual el Fideicomiso le otorga una línea de crédito a la SNC por USD 101,7 millones con la cual financiará la obra; dicho crédito devengará un 5% de interés anual.

Los EE.CC. que se presentan a continuación reflejan básicamente estas operaciones

Cuadro 3: Estado de Situación (miles USD)

Concepto	31/12/2022	31/12/2021
Total Activo	63.620	48.208
Activo corriente	5.014	15.297
Activo no corriente	58.606	32.912
Total Pasivo	66.345	45.537
Pasivo corriente	229	131
Pasivo no corriente	66.117	45.406
Patrimonio	-2.725	2.672
Total Pasivo y Patrimonio	63.620	48.208
Razon Corriente	0,96	1,06

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

El activo no corriente lo configura básicamente la inversión en la empresa subsidiaria (Cepheus SA); en dicha partida se refleja el crédito recibido y las inversiones realizadas en el proyecto. Se reitera que el 90 % de la emisión se considera deuda por lo que en el cuadro precedente se registra en el pasivo y no en el patrimonio en que solo se considera el 10 % de la misma. La pérdida patrimonial es consistente con la etapa inicial del proyecto en que no hay ingresos operativos o si los hay son marginales, tal como se aprecia en el siguiente cuadro.

Cuadro 4: Estado de Resultados (miles USD)

Concepto	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos Operativos	-3.629	-1.488
Egresos operativos	-272	-227
Resultado Operativo	-3.901	-1.715
Resultados Financieros	-3.446	-603
Resultados antes de impuestos	-7.347	-2.318
IRAE	-	-
Resultado del período	-7.347	-2.318

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Los ingresos operativos refieren básicamente a los intereses ganados en el crédito tomado por Cepheus SA. y cambios en el valor razonable de la inversión.

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 (ante conocido como Platinum, ahora bajo el nombre de Cosmos) que consta de tres edificios con una superficie total de más de 91 mil m² 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 describieron los aspectos centrales del proyecto y se realizó un análisis exhaustivo del modelo financiero, sometiéndose 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).**

Por un lado, el modelo financiero original asume que en un período de siete años se venden todas las unidades destinadas a vivienda que ocupan aproximadamente el 20% de los metros cuadrados totales del proyecto. En el prospecto original se establece que las oficinas, locales comerciales y la mayor parte de los estacionamientos son destinados al arrendamiento (el remanente de estacionamientos se vende en el mismo plazo que la vivienda). Los arrendamientos comienzan a partir del año 3 (en línea con el fin de la obra) 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%), lo que resulta razonable más allá de las circunstancias actuales.

2. Evaluación de la inversión, riesgos asociados y sensibilizaciones

El Proyecto Cosmos se encuentra en etapas iniciales aún, en período de construcción que comenzó en febrero de 2022. La obra está a cargo de las empresas Constructora Sudamericana y Norte Construcciones. Si bien el comienzo de la obra tuvo algunos retrasos, no ha habido cambios respecto a la etapa de construcción y entrega y se encuentran avanzando dos obras en simultáneo (Obra A y B), que tienen fecha de finalización en 2024. Es de notar que se continúan cerrando negociaciones con subcontratos (fachadas vidrio, ascensores, aluminio, etc.) y se han aprobado la lista de asesores técnicos durante el último período.

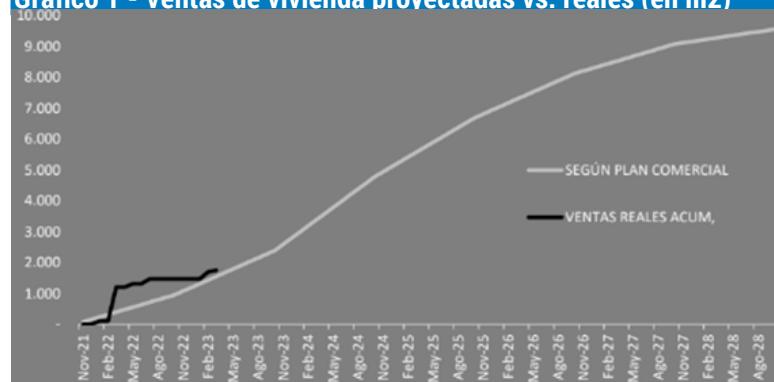
Desde el punto de vista comercial, en la última actualización se destacaban algunos cambios respecto al plan original que aceleran la venta de unidades y que modifican la forma de pago de las unidades comercializadas. Respecto al primero, como fue comentado en la actualización anterior, se prevé vender 80%

de las viviendas y 15% de los estacionamientos en los primeros cuatro años. A su vez, también se había aprobado un ajuste al precio de las unidades de casi 5% para las viviendas y de 10% para los estacionamientos respecto al plan original. Esto responde a la necesidad de ajustar el precio de venta al mercado y a la coyuntura económica actual signada por la apreciación del peso uruguayo en términos reales respecto al dólar. Dado que la moneda funcional del Fideicomiso es el dólar y que los precios estaban nominados en esa moneda, la coyuntura tensiona los márgenes y genera un descalce respecto a los costos constructivos. Ante esto, el Administrador aprobó, junto al Comité de Vigilancia, un cambio en la forma de pago, pasando a un esquema bimonetario en el cual se paga 30% en dólares en concepto de seña y compromiso y 70% en UI por avance de obra y ocupación. Esto también tiene como objetivo mitigar el efecto cambiario en flujo de fondos, y particularmente en el costo constructivo.

Respecto a lo anterior, en esta actualización se ha revisado el modelo financiero, para recoger los cambios en el escenario macroeconómico, el avance de obra, los cambios en el plan comercial, entre otros elementos. Sobre el plan comercial, el precio promedio de venta se ajustó nuevamente al alza siendo las referencias de venta 13% mayores para vivienda y estacionamientos por metro cuadrado y unidad, respectivamente, en relación al precio previsto inicialmente.

A enero de 2023, el FFP tiene un stock de metros cuadrados por comercializar de 82%, en tanto el ritmo de comercialización ha sido mayor al previsto inicialmente. El desglose de ventas indica que se han vendido 597 m² y 1097 m² se encuentran asignados al Fondo de Reparos. Con lo anterior, según consigna el informe comercial de Platinum Real Estate, las unidades afectadas superan las que se preveía comercializar a esta altura del proyecto. Adicionalmente se sigue negociando con la Intendencia de Montevideo el pago con unidades por el mayor aprovechamiento aprobado por la autoridad municipal. Al igual que para las viviendas, los garajes también se han comercializado por encima de lo previsto.

Gráfico 1 - Ventas de vivienda proyectadas vs. reales (en m²)



Fuente: Informe de gestión Platinum Real Estate (enero 2023)

En relación al precio de los arrendamientos, no se han informado cambios sobre estos que se ubicaban originalmente en línea con el mercado objetivo, tal como se detalla en la sección V de esta calificación. No obstante, esta variable recién será testeada una vez finalizada la fase constructiva. 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 entre el trabajo presencial y remoto.

Por último, es de notar que la actualización al modelo financiero incorpora una serie de elementos sobre el escenario actual, por sobre los comentados previamente. En este sentido, se incorporaron innovaciones sobre el tipo de cambio (menor al previsto), la inflación (mayor a la prevista) y el precio internacional de insumos (mayor al previsto). En este sentido, la apreciación real del peso implicó un aumento del costo constructivo, al igual que la mayor inflación y el precio internacional de los insumos. Todo esto impulsó los costos respecto a lo previsto en la calificación original. No obstante, el Administrador destaca que los subcontratos se han negociado por debajo de lo estimado, y que los precios del plan comercial se han ajustado al alza. **El resultado de la actualización del modelo financiero implica una corrección a la baja de la TIR estimada para los títulos mixtos que se ubicaría en 7,95%, algo menor al 8,35% previsto originalmente.** Es importante señalar que en la calificación original se plantearon distintos escenarios de sensibilidad sobre el flujo de fondos esperado, sensibilizando los precios y curvas de ocupación. En este sentido, bajo distintos escenarios de sensibilidad planteados en la calificación original, las TIRs estimadas se ubicaban entre 1,6pp y 0,6pp por debajo de la TIR original. Es de notar que, como se describe en el capítulo I, la calificación se realiza considerando el interés base comprometido (3%) que se calcula sobre el componente deuda de los títulos mixtos.

3. 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 Damodaran⁵, 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:

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

Donde:

- β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado. El valor beta es el proporcionado por Damodaran para la industria "Real Estate."
- r_f : tasa libre de riesgo. Se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de la reserva general de Estados Unidos de América.
- $E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado con el que se compara el proyecto (La diferencia del rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo). Para estimar el rendimiento de los activos de renta variable se considera la prima de riesgo del mercado accionario, suministrado por Damodaran (Equity Risk Premium de S&P 500)
- Er_p : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay. Se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP.

⁵ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

Es de notar que esta tasa refiere al componente de renta variable únicamente, mientras que el Fideicomiso Financiero Platinum incluye una porción mayoritaria de renta fija (90%) y otro menor de renta variable.

Por lo anterior, el ejercicio que se incluye a continuación es conservador en su comparación, producto de que la tasa de interés de la renta fija es menor y su share en los títulos mixtos es ampliamente mayoritaria.

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, evitando minimizar las variaciones coyunturales, tanto al alza como a la baja, y tener una visión de mediano plazo que permita servir de benchmark.

Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta unlevered" de Damodaran, se ubica en 1,02, lo que indica que la inversión en inmuebles tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Es importante notar que este beta se ha reducido en los últimos años. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,07%, mientras que las tasas actuales se ubican por encima de 3,5%. El índice UBI, indicador de riesgo país de Uruguay, se consideran 140 puntos básicos, lo que se ubica 50 pbs por encima del diferencial actual que indica un menor riesgo relativo de Uruguay respecto a la referencia. Para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró un 4,94%.

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 6,4%. Es de notar que esta tasa refiere al componente de renta variable únicamente por lo que la comparación es ácida en relación al FPP ya que este tiene tan sólo un 10% de renta variable. Adicionalmente, el cálculo se realiza sobre los últimos 5 años, pero los resultados sobre valores actuales a marzo 2023 no modifican las conclusiones⁶. 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.

Otra referencia posible con los que sí podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay, en el caso de la renta fija. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,3% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,6%. Lo anterior es consistente con un Riesgo País Uruguay que se encuentra en torno a 90 puntos, en mínimos históricos en marzo-abril 2023.

⁶. Actualmente el rendimiento accionario y el rendimiento de la renta fija de referencia han aumentado, lo que se ha sido compensado por una baja en el riesgo país de Uruguay y una reducción del beta unlevered de real estate.

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. Del mismo modo, el avance del plan comercial junto a las decisiones sobre las formas de pago y los precios, moderan los riesgos sobre los flujos de ingresos. *Este riesgo por tanto es medio/bajo*

Riesgo de descalce de monedas. Podría haber cierto descalce en tanto los ingresos serán mayormente en dólares, el costo de la construcción es mayormente denominado en moneda nacional y las tasas de interés pagadas a los inversores están nominadas en moneda extranjera. Este riesgo es mayor en un escenario de fortaleza del peso, como el actual, lo cual es recogido en el nuevo modelo financiero. Sin embargo, el Administrador ha tomado medidas para mitigarlo como la aprobación del pago bimonetario, el adelanto del plan comercial, los ajustes de precios y las operaciones de futuro que se encuentran bajo estudio. *Este riesgo por tanto es medio.*

V. EL ENTORNO

Luego del shock inédito de la crisis sanitaria 2020-21, la economía global viene transitando una fase de crecimiento moderado que se mantendría en 2023. En este sentido, de acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial habría registrado un crecimiento de 3,4% durante el último año, al tiempo que se espera que consolide una expansión de 2,9% en 2023. A pesar de ello, esta recuperación es heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también en su configuración productiva, en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad y aún mantiene algunas economías en “fase de apertura”, como es el caso de China.

La recuperación global post pandemia estuvo asociada a la apertura de actividades y al despliegue de significativos estímulos fiscales y monetarios. Estas últimas lograron paliar parcialmente los efectos negativos sobre la actividad económica del shock, y a su vez lograron configurar un escenario internacional benigno desde el punto de vista financiero⁷. No obstante ello, la magnitud de estas políticas y la rápida recuperación de algunas economías sentaron las bases para un incremento generalizado del nivel de precios durante el último año, el cual derivó en una importante reconfiguración de las políticas monetarias a nivel global que se espera persista en 2023.

Esto, sumado al shock de oferta producto de la guerra entre Rusia y Ucrania derivaron en altos niveles de inflación durante el último año, los cuales alcanzaron los guarismos más altos de los últimos 30 años. Esta situación implicó una reversión de las políticas desplegadas desde la órbita del sector público: se aceleró el proceso de desmantelamiento de las políticas expansivas y se aumentó sustancialmente las tasas de interés, al tiempo que se reforzó el mensaje contractivo para la política monetaria. Esto trajo aparejado un incremento importante de las tasas de interés internacionales (especialmente de renta fija) y una revaluación de los activos de renta variable, al tiempo que el dólar estadounidense presentó una fuerte apreciación frente a monedas de países desarrollados y emergentes.

A este respecto, es importante notar que el dólar se debilitó durante (luego de un fuerte incremento durante los primeros 8 meses de 2022) producto de un ajuste de expectativas del mercado sobre la intensidad de la política monetaria desplegada por la FED. Más allá de esto, es importante notar que la inflación aún se ha mantenido en niveles elevados en Estados Unidos, lo que sugiere que la política monetaria contractiva se mantendrá por más tiempo del previsto inicialmente, en especial teniendo presente la fortaleza que exhibe su mercado laboral al momento de escribir este informe. De esta forma, **se consolida un escenario de tasas elevadas en términos históricos, con un dólar relativamente fuerte y precios de las materias primas menos tonificados que los vistos durante los últimos dos años**, aunque aún relativamente elevados con respecto a los años anteriores.

⁷. Al respecto, los elevados niveles de liquidez internacionales derivaron 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. Este conjunto de factores apuntaló la recuperación de las economías emergentes, especialmente en el corto plazo.

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

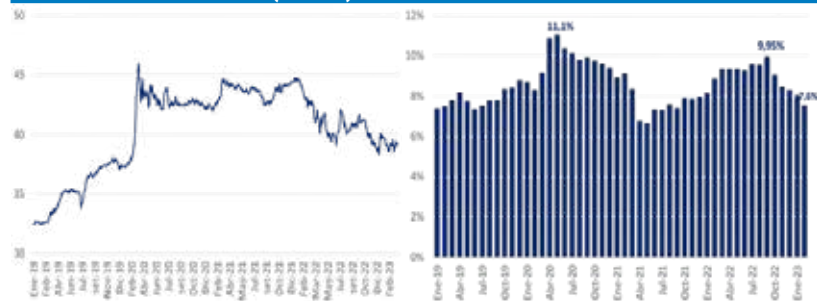


Fuente: EconUy

Más allá de este cambio en el ciclo global, el mercado local uruguayo se ha visto sólo parcialmente afectado. En este sentido, las tasas de interés locales han evidenciado una evolución al alza, en línea con la política monetaria contractiva desplegada por el BCU durante el último año para controlar la inflación. Por otra parte, en contraste con la situación global, el peso uruguayo se ha mantenido estable en relación al dólar, e incluso ha evidenciado una tendencia a la baja durante el último año, lo que implica una apreciación real significativa⁸. Este comportamiento de la moneda local podría ser explicado en parte por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta y por la entrada de divisas asociada al sector externo y la IED producto de grandes obras. No obstante lo anterior, la inflación se mantiene por encima del objetivo fijado por las autoridades y es probable que esta tónica se mantenga en el horizonte de política.

Es importante notar que este particular contexto local trae aparejado distintas derivadas para los diferentes sectores de la economía, entre ellos el inmobiliario. **En este sentido, el sector de desarrollos inmobiliarios⁹ (oferta inmobiliaria) ha sido afectado por esta situación en tanto ha visto erosionados sus márgenes. En contraposición, el debilitamiento real del dólar constituye un escenario favorable para la compra de inmuebles¹⁰**, lo que habría apuntalado la transaccionalidad del mercado inmobiliario durante el último año.

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



Fuente: INE

Con respecto a la actividad económica, la economía uruguayo estaría experimentando una evolución similar a la de la economía global en tanto se empiezan a apreciar signos de desaceleración luego del rebote posterior a la

⁸. En su último Informe de Política Monetaria, el BCU indica que el TCR se encuentra más de 10% por debajo de sus fundamentos, lo que implica un escenario de encarecimiento relativo para la economía uruguayo.

⁹. Los cuales tienen ingresos denominados en dólares y costos mayoritariamente en pesos uruguayos. Esta es la situación también de las empresas exportadoras de servicios y bienes.

¹⁰. Al abaratar los precios de estos en términos relativos y estimular la demanda.

pandemia. En concreto, si bien la economía uruguaya mostró un crecimiento del 4,9% durante el 2022, la evolución en los últimos dos trimestres del año evidencia un deterioro en el margen: en términos desestacionalizados el PIB cayó levemente durante los últimos dos trimestres de 2022.

Gráficos 6 y 7 – Nivel de Actividad (Desestacionalizado Trimestral) y Expectativas del Nivel de Actividad (Anual)



Fuente: BCU

Para entender esta dinámica es importante hacer algunas consideraciones. En primer lugar, la recuperación económica de los últimos años ha sido asimétrica entre sectores. En este sentido, el resultado de los últimos dos años estuvo fuertemente impulsado por el sector de la construcción y el sector agropecuario: el primero gracias a la construcción de la tercera planta de celulosa en el centro del país y las grandes obras de infraestructura, mientras que el segundo apuntado por su buen desempeño productivo y los elevados precios internacionales. No obstante, este escenario se habría ralentizado en los últimos trimestres, y el final de las grandes obras conjugado con la moderación de los precios internacionales y la sequía local tendrían efectos negativos sobre la actividad durante el corriente año, con algunos efectos que podrían perdurar incluso hacia el próximo año.

En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo en 2023 y 2024, aunque a un ritmo más moderado. En concreto, estos esperan que la actividad económica crezca 1,8% y 2,5% durante el corriente año y el siguiente. De esta forma, estas expectativas recogen la desaceleración reciente de la actividad, la cual se ve reflejada en otros indicadores adelantados de la actividad económica tales como el desempeño industrial, las exportaciones de bienes, el mercado laboral, la recaudación de impuestos, entre otros. La evolución de estos últimos indicadores durante los últimos meses sugiere un comportamiento menos dinámico de la economía uruguaya para este año.

En relación al mercado laboral, se mantienen las señales mixtas con una recuperación inicial del empleo que recientemente evidenció cierto entretimiento, en línea con la evolución de la actividad económica. Esta evolución del empleo permitió una recuperación parcial del ingreso de los hogares respecto a la situación anterior a la pandemia, a pesar de que los salarios tampoco han recuperado totalmente los efectos negativos de la crisis sanitaria.

A los efectos del mercado inmobiliario, a pesar de la recuperación parcial de los ingresos de los trabajadores, la apreciación real del peso afectó positivamente el poder adquisitivo de estos medido en moneda extranjera. Esto trae aparejado un impacto positivo sobre las operaciones de compraventa de vivienda al abaratare su costo en términos relativos.

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

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 12% 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 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), más moderada, en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece en 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. Sin embargo, una vez superada la crisis sanitaria esta situación se revirtió, y el sector evidenció una mejoría que se mantiene hasta la fecha con un incremento de la transaccionalidad y el desarrollo de nuevos emprendimientos del sector corporativo y oficinas. Sin embargo, emergen otros desafíos vinculados a la reciente apreciación real del peso y su dispar impacto sobre los desarrollos inmobiliarios. En lo que sigue se analiza el desempeño del sector de oficinas y vivienda, principales focos del Proyecto Cosmos enmarcado en FFP.

2.a. Oficinas A y A +

A mediados de la década del noventa, producto del desarrollo 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. Los sectores vinculados a las TICs, Servicios Financieros, Servicios Profesionales, Outsourcing de grandes empresas, son algunos de los ejemplos de actividades que sostienen la demanda en el mercado de oficinas de alto estándar (A y A+) y que han tenido un importante desarrollo en los últimos años. En particular, los servicios globales de exportación continúan exhibiendo alto dinamismo producto del contexto global, las políticas públicas y el posicionamiento del sector en el mercado global. Todo lo anterior apuntala el desempeño del sector inmobiliario corporativo de oficinas.

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

permitieron ampliar y diversificar la oferta. Más recientemente, el desarrollo de nuevos emprendimientos y la creación de nuevas centralidades en zonas que previamente no eran punto focal para la instalación de empresas, permiten seguir desarrollando la oferta en Montevideo y alrededores.

i. Oferta de oficinas

De acuerdo con Uruguay XXI, el stock de oficinas A y A+ ha crecido de forma sostenida en los últimos treinta años, con especial énfasis en los últimos diez años y con varios emprendimientos aún en proceso de construcción. De acuerdo a las últimas estimaciones de Uruguay XXI, el stock de metros cuadrados de oficinas A y A+ superaba 280 mil en 2021 y continuarán creciendo hasta alcanzar casi 350 mil metros cuadrados en 2024. Es importante notar que algo menos de la mitad se ubican en Zonas Francas, que se caracterizan por ofrecer condiciones beneficiosas para la instalación de actividades diversas con orientación global, en tanto el resto se encuentran distribuidos en más de 20 edificios a lo largo de Montevideo. Las oficinas proyectadas en el Proyecto Cosmos pertenecen al segmento de estándar más alto de oficinas. Según Uruguay XXI *“La oferta de oficinas continuará creciendo en el corto plazo con edificios Categoría A+ como Alma Et, Brusco, Platinum, Carrasco Valley, Sinergia Faro, Montevideo Harbour, la torre WTC Punta del Este y el edificio Faros Corporate.”* Lo anterior refuerza el dinamismo del sector y confirma el desarrollo de nuevas centralidades. A esto se agregan algunos edificios de viviendas que ya incorporan espacios destinados al trabajo, como coworks lo que amplía marginalmente la oferta. En este sentido se espera se incorporen 50 mil metros cuadrados en estos segmentos hacia 2024

Gráfico 8 – Stock de oficinas A y A+ (en miles de metros cuadrados)



La oferta de oficinas es cada vez de mayor calidad y se está adecuando a las formas de trabajo modernas, con espacios flexibles que favorecen la interacción y que generan un mayor compromiso con las empresas, fomentando el vínculo entre colaboradores. Es importante notar que estos últimos elementos han ganado mayor importancia luego de la pandemia que aceleró la incorporación de estas tendencias a los espacios de oficinas, en especial generando un entorno de mayor colaboración al estilo cowork, con espacios dedicados a reuniones, pero priorizando los espacios amplios y abiertos. A su vez, la instalación de empresas globales también ha incidido en estos cambios, aumentando las exigencias

ii. Demanda, vacancia y precios

De acuerdo con el reporte sobre el mercado de oficinas de Montevideo de CBC para 2021, la absorción neta de oficinas de estas categorías ascendió a 6.500 metros cuadrados promedio anual durante los últimos diez años. Esto es una

tendencia que puede haber variado por el tipo de oficina pero que guarda relación con el desarrollo del sector servicios y la instalación de varias empresas globales que realizan parte de sus actividades en Uruguay.

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 en su reporte de diciembre 2021, *"pocas empresas nuevas consultaban por espacios de trabajo hasta comenzar el tercer trimestre de 2021. Desde ese momento el mercado se reactivó, con nuevos requerimientos y ampliaciones, al tiempo que continúa el desarrollo de nuevos centros de oficinas repartidos a lo largo de la ciudad, tanto en zona céntrica como en otras centralidades emergentes como Carrasco o más consolidadas como Pocitos"*.

En relación a los precios de arrendamientos de oficinas, pasada la crisis sanitaria estos se habrían estabilizado. En este sentido, la crisis del COVID implicó un desafío sustancial para los espacios de trabajo, las empresas y los trabajadores y tuvo un impacto a la baja en los precios, ya sea por culminación o renegociación de contratos. Una vez superado esto, los precios tendieron a normalizarse. Según Uruguay XXI, los precios de alquileres para oficinas A y A+ se ubican en 17 USD y 27 USD por metro cuadrado, no habiendo tenido variaciones significativas en el último año. Estos resultados son consistentes con estimaciones previas de otros especialistas en real estate corporativo que indican precios similares. Estos precios no incluyen expensas, que rondarían entre 3,5 USD/m² y 5 USD/m², por lo que el costo final podría estar en el entorno de 21-35 USD/m² de acuerdo a las prestaciones y nivel de la oficina¹¹. Estos precios se encuentran en línea con los previstos en el Proyecto Cosmos, aunque serán testeados una vez se pongan las primeras unidades en arrendamiento, una vez finalizadas las obras en 2024-2025.

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

¹¹. 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.

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

En lo que respecta a la nueva oferta edilicia, las tipologías construidas refieren a torres de tipo mediana con ascensor y torre suntuaria según la nomenclatura utilizada por el INE; desplazando a las torres económicas. Análogamente, se observa un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda, responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas que implican menos habitantes por hogar.

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. En efecto, de acuerdo a información de Uruguay XXI, en 2021 se registró el guarismo récord de proyectos promovidos por esta Ley: se aprobaron 182 proyectos que comprenden la construcción de 5.700 viviendas en todo el país. En lo que respecta al último año, la cantidad de proyectos promovidos hasta noviembre alcanzó los 173, los cuales se corresponden con unas 4.179 viviendas nuevas.

ii. Demanda por consumo e inversión

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual, por un lado constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”, por otro un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión, lo que a su vez implica potencialmente dos tipos de demandantes. 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, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

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

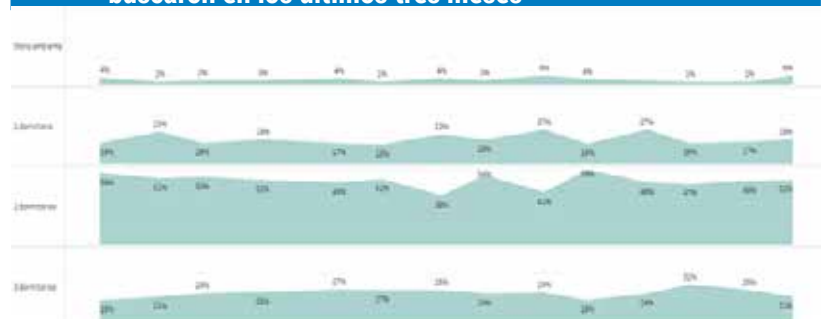
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no es de esperar que esto se modifique en los próximos años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia 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 a esta dinámica. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior. De todas formas, este proceso podría presionar la demanda de cierto tipo de inmuebles, en especial en el mercado de arrendamientos, aunque no es necesariamente un fenómeno que se observe a nivel agregado.

A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias 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 impactado directamente en el mercado de la vivienda, vía la 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.

Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente, que ya acumula más de 15 ediciones entre 2015 y 2023. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: aproximadamente el 20% y 50% de los entrevistados en la encuesta realizada prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. Al tiempo que el 20% de la población busca viviendas de 3 dormitorios.

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



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación 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 se mantienen en relación a las últimas olas de esta encuesta. El estacionamiento se mantiene como un factor de menor importancia, a pesar de la percepción de inseguridad, la posibilidad de incrementar las zonas de estacionamiento tarifado y la dificultad de estacionar en distintas áreas costeras de Montevideo. Es de notar que el Proyecto Cosmos ha avanzado en el Plan Comercial algo por encima de lo previsto, tanto en estacionamientos como en viviendas.

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



Fuente: Research Uruguay

En cuanto a ubicación geográfica, elemento destacado en las encuestas por afectar directamente los amenities y la locomoción, así como la ubicación cercana al trabajo o centros educativos, no se aprecian cambios sustanciales en la encuesta respecto a ediciones anteriores. Sin embargo, se aprecia un menor interés relativo de los barrios céntricos (Centro, Ciudad Vieja y Cordón) en detrimento de otros barrios más alejados como Malvin, Ciudad de la Costa, etc.) lo que podría estar vinculado con las necesidades de espacio que aparecieron posteriores a la crisis sanitaria, las nuevas formas de trabajo híbrido que requieren menor movilidad y la creación de nuevas centralidades a lo largo de la ciudad.

Gráfico 11 - Zonas más buscadas para vivienda en los últimos tres meses

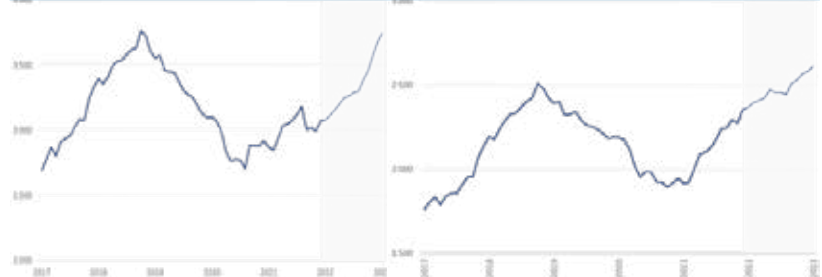


ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido, como fue comentado previamente. 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 posteriores a la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. No obstante, este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se mantuvo durante el año pasado, ya que si bien los ingresos de los hogares no volvieron a sus niveles previos, la coyuntura macroeconómica y financiera local impactó positivamente sobre la predisposición a comprar bienes durables, lo cual se vió reflejado en un aumento de las transacciones inmobiliarias durante los últimos meses.

En este sentido, la importante apreciación real que el peso uruguayo experimentó durante el último año implicó un crecimiento de los ingresos de los hogares medidos en dólares, más allá del escaso dinamismo exhibido por el mercado laboral y el salario real durante los últimos meses. Esta situación, sumada a la evolución favorable de las condiciones financieras locales y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras, derivó en una importante reducción en el costo de los créditos hipotecarios. Esto se reflejó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. En efecto, la cantidad de nuevas operaciones de crédito hipotecario creció más de 22% durante el último año, al tiempo que el monto total de estas operaciones se incrementó en un 11% con respecto a lo ocurrido un año atrás. Estos guarismos reflejan una reducción en el valor promedio de las operaciones nuevas¹²

Gráfico 12 y 13 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der)



Fuente: BCU

¹². Lo que podría ser explicado por la flexibilización de las condiciones de acceso a los créditos hipotecarios, que a su vez redundan en un incremento de la población que puede acceder a ellos. A su vez, también podría indicar que los inmuebles transados eran de características distintas, pudiendo reflejar nuevas preferencias o nuevos hogares accediendo al mercado

En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del Banco Central del Uruguay estos ascendían a aproximadamente 3.185 millones de dólares al cierre del último año. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa un 30% por encima de su nivel previo a la pandemia y un 11% por encima de su nivel de un año atrás. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,2% del stock total de créditos.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,4% para 2022, 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 valor de este coeficiente para Uruguay es reducido en relación con otros países desarrollados y algunos países de la región, en especial con aquellos que exhiben niveles de desarrollo comparable.

Más allá del reciente dinamismo mostrado por el crédito hipotecario y considerando la limitada penetración que este exhibe respecto a países comparables, es relevante analizar algunas restricciones respecto al acceso. En particular, desde la óptica de los hogares (demandantes de crédito), los principales requisitos para el acceso refieren a la necesidad de contar con ahorro previo y unos ingresos mensuales líquidos superiores a los mínimos establecidos. Si bien estas condiciones se han flexibilizado en los últimos tiempos, aún continúan siendo por demás restrictivas para gran parte de la población del país. En concreto, de acuerdo a Sader & Calvete en marzo del corriente año solamente el 18% de los hogares cumplían con las condiciones necesarias para poder acceder a un crédito hipotecario.

Gráfico 14 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sader & Calvete (Marzo 2023).

Este guarismo es especialmente bajo cuando se tiene presente que 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, al tiempo que apenas el 20% dice que no requerirá financiamiento. Adicionalmente, se debe tener presente que actualmente el país atraviesa una coyuntura económica y financiera que es propicia para el desarrollo del crédito hipotecario, lo cual reduce los requisitos para el acceso a este tipo de productos. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación durante el último año, lo que incrementa los ingresos de los hogares en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiben cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar a los hogares. Por otro lado, las tasas de interés en Unidades Indexadas exhibieron una reducción del 10% durante el último año y a enero del corriente año se situaban en el entorno de 4,7% anual. Esta reducción implica una caída en el costo del crédito, lo que en última instancia redundará en una menor carga de intereses a pagar por los hogares.

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. Durante el último año las tasas de interés internacionales tendieron al alza, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. A pesar de ello, y en contraposición al mundo, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera. Este fenómeno habría sido explicado por dos factores, uno de carácter real y otro financiero. Por una parte, el primero refiere al ingreso de dólares producto del buen desempeño del sector agroexportador y los elevados precios internacionales, así como del incremento de la inversión extranjera asociada a obras de infraestructura y la instalación de una nueva planta de celulosa. Por otra parte, el segundo refiere a la política monetaria local que tomó una instancia contractiva para hacer frente a las incipientes presiones inflacionarias. Si bien esta política habría logrado evitar un incremento más acelerado en el nivel de precios¹³ de la economía, es posible sostener que también habría afectado la cotización del dólar a nivel local.

De esta forma, ambos desarrollos configuran un escenario mixto para la demanda de inmuebles con motivo de inversión en el mercado local. En este sentido, la encuesta realizada por Research Uruguay señala que 8% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, al tiempo que 13% de los encuestados espera hacerlo en un futuro. Estos registros se mantienen estables respecto a ediciones anteriores del mismo relevamiento.

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

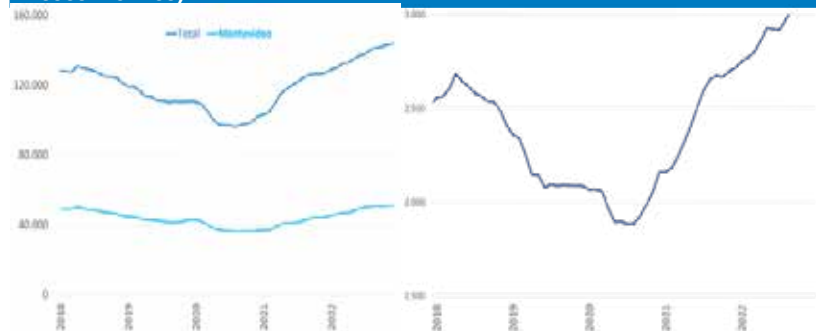
La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma conveniente. Es por eso que debe ser complementada con información proveniente de fuentes secundarias o indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y la Cantidad de Nuevas Operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, entre otros. En esta oportunidad, el comportamiento de estos indicadores evidencia una mejora del mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector.

Como fue mencionado, el crédito hipotecario ha tenido un muy buen desempeño durante el último año. Otros indicadores de transaccionalidad del sector también han evolucionado favorablemente en el último tiempo y reflejan el buen momento que atraviesa el sector a nivel agregado. En este sentido, la información del INE en base a la Dirección Nacional de Registro indica que las inscripciones de compraventa habrían crecido un 13% en el último año para el total del país, y casi un 15% para Montevideo. En ambos casos, las compraventas registradas durante el último año también crecieron respecto a la referencia anterior a la pandemia (2019) y registraron aumentos de 29% y 18% respecto a las inscripciones realizadas en 2019, respectivamente.

¹³. Y sus efectos de segunda ronda sobre los salarios debido a la indexación presente en los contratos laborales y acuerdos colectivos.

Es importante agregar que la capital del país se mantiene como un tercio del total de las transacciones realizadas. Este guarismo estuvo estable durante el último año, pero es algo menor al de años anteriores, lo que destaca el dinamismo de otros departamentos del país como Maldonado. En particular, Montevideo y Maldonado representan aproximadamente la mitad de las inscripciones de compraventas registradas en el país.

Gráfico 15 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Cantidad de operaciones - 12 meses móviles) y Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (Millones de pesos constantes - 12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales también mantiene un crecimiento sostenido. En concreto, la recaudación del ITP registró un incremento de casi 12% en términos anuales durante el último año. Si bien el comportamiento de este indicador se encuentra en línea con el resto de los indicadores analizados, es importante notar que este indicador captura la transaccionalidad del mercado inmobiliario en su totalidad en tanto abarca transacciones por fuera del rubro de la vivienda.

Por lo anterior, el análisis conjunto de los indicadores indirectos confirma que el mercado inmobiliario continuó evolucionando favorablemente luego de la crisis sanitaria. En este sentido, se trata de un fenómeno prolongado de desempeño favorable apuntalado por la parcial recuperación de los ingresos de los hogares, la debilidad del dólar en el mercado financiero local y el buen desempeño económico general. No obstante, es dable pensar que este buen desempeño agregado esconde heterogeneidades en tanto el mercado se encuentra segmentado en diversos niveles.

Más allá de lo anterior es importante notar algunos elementos que podrían constituir un riesgo para el desempeño del sector de cara al futuro. En concreto, la evolución de la actividad económica muestra signos de enlentecimiento y las perspectivas del mercado no auguran un mayor dinamismo en el corto plazo. Por lo contrario, es esperable un enlentecimiento adicional de la actividad económica producto de la sequía que afecta al sector agropecuario. En este contexto, el reciente estancamiento de la recuperación del mercado laboral podría tener implicancias negativas sobre las expectativas de los hogares durante el corriente año.

En contraposición, el Gobierno se ha comprometido a recomponer el poder adquisitivo de los salarios para el siguiente año, lo que podría implicar pautas salariales algo más favorables para los hogares en las próximas negociaciones

colectivas – lo que supone un impacto positivo pero marginal sobre la demanda inmobiliaria. En esta línea, la apreciación del peso uruguayo podría ser un factor que ayude a compensar los riesgos anteriores y evitar un mayor enlentecimiento del mercado inmobiliario al apuntalar los ingresos de los hogares en moneda extranjera.

No obstante lo anterior, es importante considerar que este fenómeno también podría verse limitado en el corto plazo. Por una parte, la imposibilidad de contener el aumento de nivel de precios en las economías avanzadas podría derivar en un mayor endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Esto no sólo podría traer aparejado consecuencias sobre la dinámica del dólar en el país, sino que también podría significar una reducción de la demanda de inmuebles por motivo inversión, en tanto estos se encarecen en términos relativos frente a otras alternativas de inversión. Por otra parte, en el plano local podría existir la necesidad de recomponer la actividad económica y la rentabilidad del sector exportador, en particular considerando la sequía de los últimos meses y la moderación de los precios internacionales desde la esfera pública, lo cual podría generar tensiones entre los diferentes objetivos de política.

En resumen, en el corto plazo se espera que el mercado inmobiliario mantenga cierto dinamismo, en especial en lo que respecta al mercado de compraventa gracias a la estabilidad del dólar y las bajas tasas de interés de los créditos hipotecarios, lo que se refleja en la transaccionalidad. Sin embargo, este elemento tensiona el resultado económico de los desarrolladores que requiere buscar mecanismos de mitigación ya sea a través del ajuste de precios, de cambios en el esquema de pagos o de creación de coberturas cambiarias, entre otros mecanismos. Estos elementos justamente han sido explorados por el FFP en respuesta a esta coyuntura. Por su parte, como fue comentado previamente, el mercado de oficinas se encuentra robusto con adecuados niveles de ocupación y precios, al tiempo que varios emprendimientos de oficinas A y A+ se encuentran en desarrollo y se volcarán al mercado en los próximos años. Si bien el mercado laboral ha incorporado nuevas formas de trabajo, más flexible y a distancia post crisis sanitaria, esto no habría incidido necesariamente sobre la vacancia de oficinas en los segmentos atendidos por el Proyecto Cosmos.

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°19.978) que no parece haber modificado las preferencias de las empresas y trabajadores. En cuanto a la oferta de oficinas, los estímulos fiscales han sido un elemento que ha apuntalado algunos desarrollos recientes en el mercado de oficinas del segmento A + y A y el FFP se ha beneficiado de estos estímulos.

Por el lado de la vivienda, la política generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso en todos los sectores políticos. Dicha política creó una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados. La actual administración de 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, que han impulsado la Vivienda Promovida con aumentos de los proyectos presentados. Sin embargo, se trata de un segmento distinto al del Proyecto Cosmos

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. El "Plan Entre Todos" del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) con créditos correspondientes a las partidas presupuestales destinadas a subsidios habitacionales de capital (Contribuciones Económicas No Reembolsables) regulada por los artículos 465 y 466 de la Ley 19.924 (y modificativas) y por el artículo 14 del Decreto Reglamentario 59/022 de 7 de febrero de 2022 configuran una nueva línea de acción política para que algunos sectores que hoy no acceden al mercado inmobiliarios, puedan acceder a la vivienda como propietarios.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras¹⁴. En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas.

¹⁴. La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

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 controlados. Sobre este punto, es importante resaltar que el mercado inmobiliario mejoró sustancialmente durante 2022 en relación a indicadores indirectos sobre la actividad (registros de compraventa, recaudación de ITP, créditos hipotecarios, entre otros). Esta mayor transaccionalidad recoge un entorno relativamente favorable, producto de la apreciación del dólar desde la perspectiva del comprador, situación que tensiona financieramente a los desarrolladores. En perspectiva la entrada al mercado de las unidades ocurrirá con un mercado dinámico, y el plan comercial así lo prevee. En relación al mercado de oficinas, este también se muestra resiliente y mantiene buenos niveles de ocupación y precios, en línea con lo previsto por el FFP. El proyecto se adecúa a las tendencias en desarrollo de oficinas y vivienda, en una zona de particular atractivo y expansión. *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 Fideicomiso. *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.uy¹⁵ 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

¹⁵. **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.**



Ec. Santiago Rego