

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2023

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

Actualización de Calificación Oferta Pública 13 - noviembre - 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 abril de 2024 ¹
Manual utilizado:	Manual 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 Cosmos (previamente Platinum). Por un lado, los antecedentes de los directores de la entidad administradora ofrecen los recaudos necesarios de conocimiento y experiencia en el sector y el negocio. En segundo lugar, la zona y las características del Proyecto se amalgaman correctamente y explotan un nicho de mercado en expansión que se ajusta a las necesidades del mercado en los segmentos que atiende el proyecto
- 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 al cierre de 2022 se encuentra en torno a 7,95%.
- En 2023 se mantiene la visión positiva sobre el mercado inmobiliario en general, destacándose el dinamismo de la transaccionalidad, la inversión y la reducida vacancia en el sector de oficinas. 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 de atracción 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 + mantiene el dinamismo, con altas tasas de ocupación y precios sostenidos.

- 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 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 beneficiarios, 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 a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por 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 abril de 2024. 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 desarrolla en terreno propiedad de CEPHEUS SA cuyo paquete accionario es cedido a este Fideicomiso². Una vez constituido el Fideicomiso Financiero Platinum, los Fideicomitentes están obligados 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 (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 son 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 de alto estándar 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 está 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).
- 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.
- Al cierre de 2022, se actualizó 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 implicó una moderación de la TIR, pasando de 8,35% a 7,95%.
- En diciembre de 2022, la Dirección Nacional de Propiedad Intelectual del MIEM concedió la marca Cosmos al proyecto.

3. Hechos salientes del período

- En relación a la obra en curso, se continúan aprobando asesores técnicos y cerrando negociaciones con los subcontratos de obra. Según información actualizada por el Administrador, la obra finalizará durante febrero de 2025 debido a algunos retrasos y medidas gremiales que modifican el cronograma previsto.
- En julio se solicitó un capital call por USD 12 millones..

4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe trimestral de gestión febrero-abril 2023 y mayo-julio 2023
- EE.CC. intermedios del fiduciario al 30/06/23
- EE.CC. intermedios del fideicomiso al 30/06/23.
- Balance de Platinum Real Estate al 30/09/22

- Carta de abogados sobre no existencia de contingencias jurídicas. febrero-abril 2023 y mayo-julio 2023
- Calificación original realizada en 2021 y actualizaciones posteriores
- Informe Comité de Vigilancia febrero-abril 2023 y mayo-julio 2023
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a agosto 2023 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Setiembre de 2023. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette
- Uruguay XXI; "Sectores Construcción e Inmobiliario"; diciembre de 2022.
- Workplace Real Estate; 2022 Report sobre mercado de oficinas

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el Manual de Procedimientos de CARE. En esencia, asocian en una 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 TÍTULOS

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Platinum

Fiduciario: EF Asset Management

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

Entidad

Representante: Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

Títulos a

emitirse: Títulos Mixtos (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: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y 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 intermedios al 30 de junio de 2023 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

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

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

Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	22.460	26.974	18.989
Activo no Corriente	234.787	245.533	281.068
Total Activo	257.247	272.507	300.057
Pasivo Corriente	39.398	43.807	33.484
Pasivo no Corriente	192.631	204.187	230.681
Total Pasivo	232.029	247.994	264.165
Patrimonio	25.218	24.512	35.891
Total Pasivo y Patrimonio	257.247	272.507	300.057
Razon Corriente	0,57	0,62	0,57

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del semestre muestran una recuperación importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente. En consecuencia, 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.

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

Concepto	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingresos Operativos	41.150	39.409	80.546
Gastos Adm. y Vtas.	(32.680)	(30.976)	(66.556)
Resultado Operativo	8.471	8.433	13.990
Resultados Financieros	(6.966)	(20.984)	(28.054)
Resultados antes de impuestos	1.505	(12.551)	(14.064)
IRAE	(799)	(87)	2.685
Resultado del período	706	(12.638)	(11.379)
Res Operativos/Ingresos	20,59%	21,40%	17,37%
Res Ejercicio/Ingresos	1,72%	-32,07%	-14,13%

Fuente: EE.CC de EFAM

2. Platinum Real Estate SA

Platinum Real Estate SA (antes Dalystown S.A), es la administradora; se trata de 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. Preside el Directorio Eduardo Campiglia Larre y su vicepresidente es 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 previos 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 por lo que no cabe reiterar dicho análisis remitiéndonos 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 está desarrollando 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 anteriores actualizaciones. Desde el punto de vista económico financiero, al tratarse de una sociedad nueva, el cierre de balance al 30/09/2022 (último disponible) recoge resultados acordes a la etapa inicial en que se encuentra.

La administración informó 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 estos. Por otra parte, se considera que a medida que se vayan concretando las ventas y los arrendamientos (a partir que los edificios queden operativos, previsto desde el año 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 período informado (junio de 2023) se habían emitido Títulos Mixtos por USD 82,9 millones; posteriormente el 19/7/2023 se realizó la 6ta emisión por USD 12 millones; en total a la fecha, incluyendo emisiones por capitalización de intereses devengados, se alcanzó un total de USD 94,9 millones.

Como se sabe, el 90% de la emisión, es deuda por la que el Fideicomiso paga intereses, 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 22/1/2022 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. El patrimonio de la SNC que figura en los EE.CC del Fideicomiso al 30/06/2023 equivale a unos USD 74,4 millones (el estado de las inversiones se informa en otra sección). De ese valor, unos USD 39 millones corresponden al crédito tomado más intereses devengados.

En los cuadros siguientes se presentan los EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/6/2023 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 3: Estado de Situación (miles USD)			
Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
Total Activo	77.274	63.620	48.208
Activo corriente	2.839	5.014	15.297
Activo no corriente	74.434	58.606	32.912
Total Pasivo	78.548	66.345	45.537
Pasivo corriente	151	229	131
Pasivo no corriente	78.398	66.117	45.406
Patrimonio	(1.275)	(2.725)	2.672
Total Pasivo y Patrimonio	77.274	63.620	48.208
Razon Corriente	0,98	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	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingresos Operativos	1.606	86	(3.629)
Egresos operativos	(121)	(136)	(272)
Resultado Operativo	1.485	(49)	(3.901)
Resultados Financieros	(1.382)	(1.852)	(3.446)
Resultados antes de impuestos	103	(1.901)	(7.347)
IRAE	-	-	-
Resultado del período	103	(1.901)	(7.347)

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 (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 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 detallaron 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).** Es de notar que la venta de viviendas comienza desde la etapa de construcción, en tanto el resto de los ingresos se generan en el tiempo, luego de finalizada la etapa de inversión y construcción.

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, a cargo de dos empresas: Constructora Sudamericana y Norte Construcciones, organizado en dos obras en paralelo. La última información disponible indica retrasos en la ejecución, por lo que se espera finalizar las obras en febrero de 2025. Al igual que en la última actualización, continúa la negociación de algunos subcontratos.

En relación al plan comercial, se aprobaron cambios al plan original de ventas que aceleraban el ritmo de comercialización. En particular, se prevé vender 80% de las viviendas y 15% de los estacionamientos en los primeros cuatro años del proyecto, y se ajustó al alza el precio de las viviendas (5%) y de los

estacionamientos (10%) en línea con el mercado. Estos elementos responden al escenario de apreciación real del peso, que generan un descalce en relación a lo previsto en el plan de negocios original. En este sentido, la apreciación del peso tensiona los márgenes, en tanto los costos constructivos están mayormente nominados en pesos y las unidades se venden en moneda extranjera. 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.

A julio de este año, el ritmo de comercialización se ubica por debajo de lo previsto en el Plan Comercial, en tanto los últimos meses la colocación se ha ralentizado, tanto en viviendas como en garajes. En este sentido, el stock disponible de metros cuadrados asciende a 79%, siendo algo menor para los garajes.

Sobre los arrendamientos, al estar aún en fase constructiva no se han informado modificaciones sobre el plan comerciales. Igualmente, los precios se ubicaban en línea con los del segmento de oficinas premium de emprendimientos competitivos, tal como se detallaba en informes anteriores y se retoma en el próximo capítulo. Lo mismo ocurre con las tasas de ocupación de las oficinas, que se ubican actualmente en niveles muy bajos, en especial en la zona de influencia del Proyecto Cosmos.

Vinculado al desarrollo financiero del proyecto, la última actualización al modelo financiero de 2022 incorpora otros elementos, por sobre los comentados previamente. En este sentido, se incorporaron modificaciones al valor del dólar (menor al previsto), la inflación (mayor a la prevista) y el precio internacional de algunos 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 aumenta 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, mientras los precios han tenido un aumento. **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, impactando 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 (90%).

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

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

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.

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, con el objetivo de suavizar el ejercicio, y reducir el efecto de valores puntuales. Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta unlevered" de Damodaran, se ubica en 1,2, 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, ubicándose actualmente en 0,6. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,18%, mientras que las tasas actuales se ubican por encima de 4,5%. Para el índice UBI, indicador de riesgo país de Uruguay, se consideran 132 puntos básicos, más de 60 puntos por encima del riesgo país de octubre. Esto confirma el menor riesgo relativo de Uruguay, reflejado en las tasas de interés. Para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró un 4,95%.

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 6,8%. 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. Los resultados del ejercicio anterior, sobre valores actuales a octubre 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.

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.

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 3,6% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,6%. Lo anterior es consistente con un Riesgo País Uruguay que se encuentra en torno a 70 puntos, en mínimos históricos en octubre 2023.

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. Las ventas vienen evolucionando por debajo de lo previsto en esta última actualización, el mercado de arrendamientos se mantiene firme en los segmentos del proyecto, pero esto será testeado una vez finalice la obra. *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 con la aprobación del pago bimonetario, el adelanto del plan comercial y los ajustes de precios. *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 a estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial creció 3,5% durante 2022, al tiempo que se espera que consolide una expansión de 3,0% para 2023 y 2024. 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” en especial en Asia, como ha sido el caso de China.

La recuperación global post pandemia estuvo asociada a la paulatina 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, 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 fue amplificado por shocks de oferta asociados a la guerra entre Rusia y Ucrania. En este contexto, durante el último año la inflación en países desarrollados se ubicó en los registros más altos de los últimos 30 años.

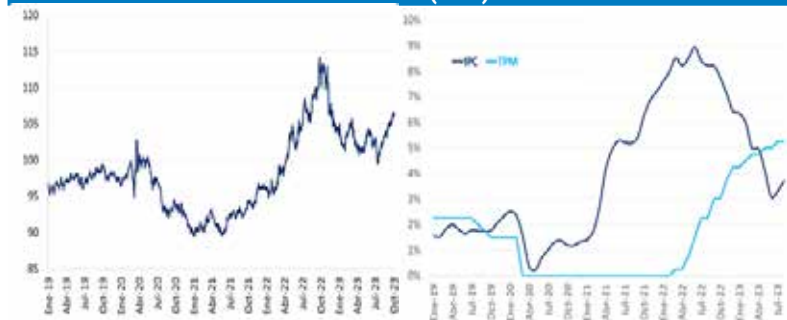
Lo anterior implicó una reversión de las políticas desplegadas desde la órbita del sector público: se aceleró el proceso de desmantelamiento de las políticas expansivas y se aumentó sustancialmente las tasas de interés, al tiempo que se reforzó el mensaje contractivo para la política monetaria. Esto 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.

Más allá de esto, es importante notar que luego de la fuerte apreciación exhibida por el dólar durante los primeros meses del último año, la moneda estadounidense presentó un importante debilitamiento producto del ajuste de expectativas del mercado sobre la intensidad en el despliegue de la política monetaria por la FED. A este respecto, esta última habría logrado apaciguar parcialmente la evolución del nivel de precios desde los últimos meses del 2022, aunque la inflación aún se encuentra en niveles elevados para Estados Unidos. Esto último 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 a nivel internacional 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 1 y 2 – Dollar index (izq.) y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



Fuente: Econly

Más allá de este cambio en el ciclo global, el impacto sobre el mercado financiero local ha sido limitado. En efecto, y en contraste con la situación global, el peso uruguayo se ha mantenido estable en relación al dólar, 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, así como también por la importante entrada de divisas asociada al buen desempeño del sector externo y el incremento de la inversión extranjera directa.

A este respecto, en los últimos meses la inflación presentó un fuerte descenso e ingresó dentro del rango objetivo fijado por la autoridad monetaria, donde el mercado espera que se mantenga al menos hasta el final del corriente año. Lo anterior también implicó que la tasa de interés de referencia tendió a reducirse, en línea con la menor contractilidad de la política monetaria desplegada por el BCU.

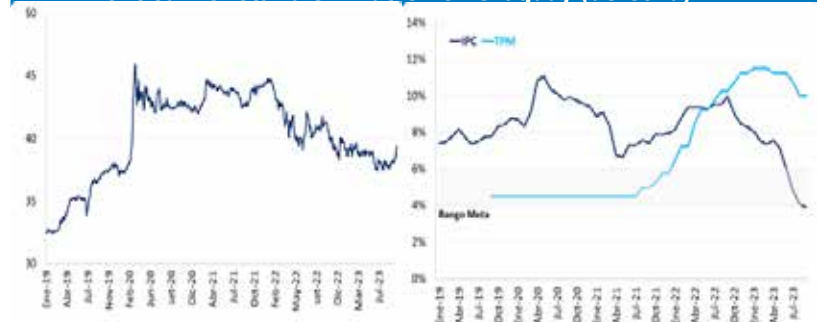
Es importante notar que este particular contexto local trae aparejado distintas derivadas para los diferentes sectores de la economía, entre ellos el inmobiliario. **En este sentido, el sector de desarrollos inmobiliarios⁹ (oferta inmobiliaria) ha sido afectado por esta situación en tanto ha visto erosionados 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.

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.

Gráficos 3 y 4 – Tipo de Cambio Nominal (USD/YUY) y Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (derecha)



Fuente: INE

Con respecto a la actividad económica, la economía uruguaya 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 pandemia. En concreto, si bien la economía uruguaya creció 4,9% en 2022, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica crezca a un ritmo anual de 0,75% y 3,1% para 2023 y 2024, respectivamente.

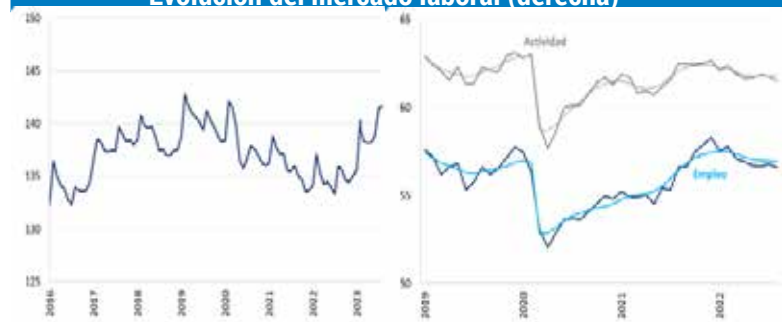
Gráficos 5 – Evolución y Expectativas de Actividad Económica (Anual)



Fuente: BCU

Las expectativas para el corriente año recogen la desaceleración reciente de la actividad, la cual se ve reflejada en el limitado dinamismo que la economía habría presentado en los últimos trimestres¹¹, así como en la evolución de otros indicadores adelantados tales como el desempeño industrial, las exportaciones de bienes, la recaudación de impuestos, entre otros. En efecto, la evolución de estos indicadores durante los últimos meses confirman el entortecimiento de la actividad. Para entender esta dinámica es importante hacer algunas consideraciones. En primer lugar, 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 apuntalado 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.

Gráficos 6 y 7 – Índice Medio de Salarios Reales (izquierda) y Evolución del mercado laboral (derecha)



Fuente: INE

¹¹ En términos desestacionalizados el PIB habría caído en tres de los cuatro trimestres del último año móvil a junio de 2023, tal como se puede apreciar en el Gráfico 6.

A pesar de la reciente evolución de la actividad económica, el mercado laboral habría continuado recuperándose durante los últimos meses y la tasa de empleo alcanzó su máximo nivel desde finales de 2018. Esta evolución del empleo ha sido acompañado con una importante recuperación de los salarios en términos reales, los cuales alcanzaron guarismos similares a los exhibidos antes de la pandemia. En última instancia, la evolución positiva de la tasa de empleo y los salarios derivó en un incremento en los ingresos de los hogares que lograron recuperar el poder de compra que tenían previo a la irrupción de la pandemia. En efecto, en el primer trimestre de 2023 el ingreso real de los hogares en moneda nacional se situó un 1,5% por encima de su valor del primer trimestre de 2020.

A los efectos del mercado inmobiliario, la apreciación real del peso implicó un incremento aún mayor del poder adquisitivo de los hogares medido en moneda extranjera, impactando de forma positiva sobre la compraventa de vivienda. A pesar de esto, se debe tener presente que esta situación favorable podría ser afectada negativamente por la reciente ralentización de la actividad económica en tanto ésta podría impactar sobre la dinámica del mercado laboral¹² y generar un mayor nivel de incertidumbre sobre el futuro económico de los hogares.

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.

En lo que sigue se analiza el desempeño del sector de oficinas y vivienda, principales focos del Proyecto Cosmos enmarcado en FFP.

¹². Lo que podría moderar la evolución de los ingresos de los hogares.

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 aparición de nuevas industrias 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 de 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 y que han tenido un importante desarrollo en los últimos años. En particular, los servicios globales de exportación continúan creciendo producto del contexto global, las políticas públicas y el posicionamiento del sector en un mercado internacional que busca eficiencias a través de la deslocalización de procesos. 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 que se volcarán al mercado en los próximos años. Según las últimas estimaciones de Uruguay XXI, el stock de metros cuadrados en oficinas A y A + superaba 280 mil en 2021. Información complementaria de Workplace Real Estate estima en más de 310 m2 cuadrados la oferta total de oficinas para 2022. 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 reafirma la creación de nuevas centralidades y el corrimiento geográfico de la oferta. A lo anterior se agrega que algunos hoteles de Montevideo se han transformado en espacios de oficinas, tendencia reciente que implica readecuar espacios lo que reafirma el atractivo del sector. En este sentido, Uruguay XXI espera que el stock total de oficinas de estos segmentos se ubique en casi 350 mil metros cuadrados en 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. Otros elementos que se han incorporado a la oferta son normativas y certificaciones ambientales, en línea con las tendencias internacionales.

ii. Demanda, vacancia y precios

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 años, producto de las derivadas de la crisis sanitaria. Por un lado, la incertidumbre y el teletrabajo; por otro la necesidad de adecuar los espacios a nuevos requerimientos. En este sentido, de acuerdo a Workplace Real Estate el mercado no se reactivó hasta finales de 2021, manteniéndose la tendencia durante el último año. En este sentido, la vacancia estimada se habría reducido durante 2022, ubicándose entre 7% y 16% según el segmento. En la zona de influencia del Proyecto Cosmos, la vacancia se mantiene muy reducida.

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 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 con las prestaciones y nivel de la oficina¹³. Es de notar que estas orientaciones de precios para el mercado de oficinas se encuentran en línea con la prevista para el proyecto Cosmos, aunque será testeada cuando las primeras unidades se pongan en arrendamiento a partir de 2025.

Otra información complementaria publicada por Workplace apunta a cierta heterogeneidad a nivel geográfico, donde las oficinas de las centralidades recientes (Carrasco y Buceo) han mejorado su perfil de precios, mientras que en zonas más tradicionales como Ciudad Vieja o Centro se mantienen algo por debajo de los precios históricos. En esta línea, la zona de Buceo ha albergado emprendimientos similares a Cosmos, y tanto la ocupación como los precios de arrendamiento se mantienen firmes, destacando la fortaleza del segmento de mercado.

2.b. Oferta de vivienda

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.

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 de 2020 y 2021 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.

¹³. 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 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 se mantuvo en niveles similares, destacando la importancia de los estímulos en la producción de vivienda.

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 (vinculado a un hogar que toma este servicio). Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. En este sentido, los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población -y otros cambios de paradigma de carácter social-, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, 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 de 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 XXI¹⁴, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior.

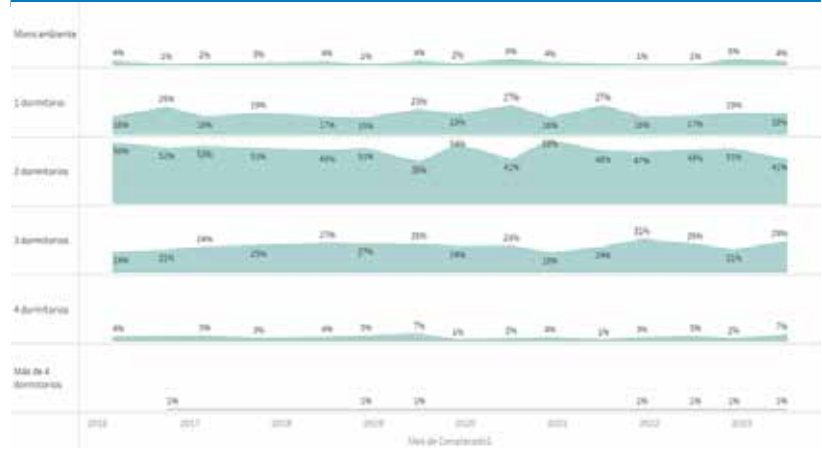
A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias de nuestro país que inciden positivamente en la demanda de vivienda. Estos son:

- i)** el avance en la esperanza de vida;
- ii)** la 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 modificado las preferencias de los hogares, afectando el producto vivienda. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas más reducidas, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

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

Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente, 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 40% de los entrevistados en la encuesta realizada prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. Al tiempo que el 30% de la población busca viviendas de 3 dormitorios. Por otra parte, es importante notar que en las últimas ediciones de esta encuesta se aprecia un repunte de la búsqueda de monoambientes que se mantenía baja en las ediciones inmediatamente posteriores a la irrupción de la pandemia.

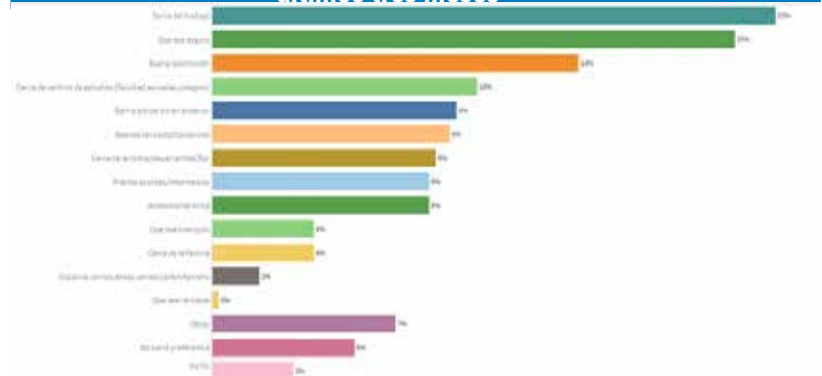
Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



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.** Del mismo modo, 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.

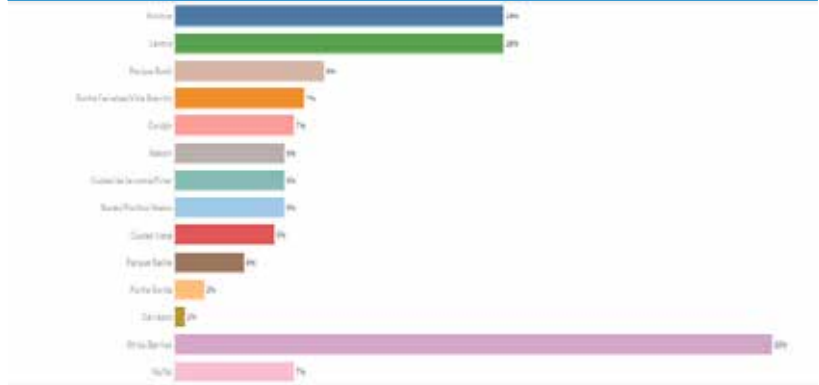
Gráfico 10 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

En cuanto a la 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.

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



Fuente: Research Uruguay

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

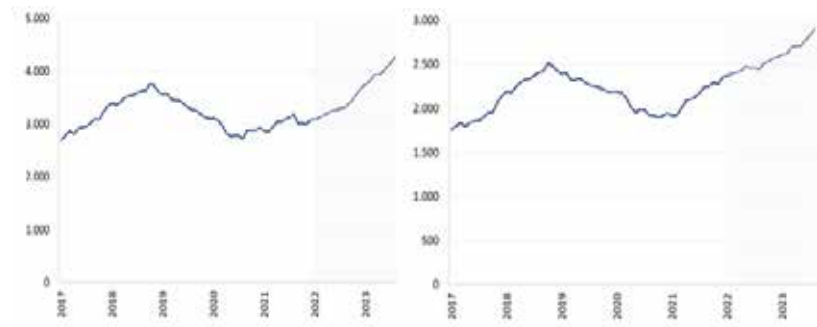
ii.i.ii. Factores Económicos

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.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras

trajeron aparejado una reducción en el costo de los créditos hipotecarios que derivó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. En efecto, a agosto del corriente año la cantidad de nuevas operaciones de crédito hipotecario crecieron 29% en términos interanuales, al tiempo que el monto total de estas operaciones se incrementó en un 20% con respecto a lo ocurrido un año atrás. Estos guarismos reflejan una reducción en el valor promedio de las operaciones nuevas¹⁵.

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



Fuente: BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del Banco Central del Uruguay estos ascendían a aproximadamente 134 mil millones de pesos (3.556 millones de dólares) a agosto del último año. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa un 38% por encima de su nivel pre-pandemia y un 10% por encima de un año atrás. La morosidad se mantiene reducida, alrededor de 1,2% del stock 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. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está por debajo de los valores de la década del noventa. 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 al ahorro previo y a contar con un nivel de 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 23% de los hogares cumplían con las condiciones necesarias para poder acceder a un crédito hipotecario.

¹⁵ 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.

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



Fuente: Sáder & Calvete (Marzo 2023).

Este registro luce bajo cuando se tiene presente que el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 65% de los encuestados piensa financiar la compra de vivienda con un crédito hipotecario y 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 respecto al dólar durante los últimos años, lo que incrementa los ingresos de los hogares en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiban 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 importante durante el último año y a octubre del corriente año se situaban en el entorno de 3,5% 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 se refiere al importante 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 se refiere a la instancia contractiva de la política monetaria local desplegada por el Banco Central del Uruguay para hacer frente a las presiones inflacionarias.

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 6% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, al tiempo que 14% de los encuestados espera hacerlo en un futuro. Estos registros se mantienen estables respecto a ediciones anteriores del mismo relevamiento.

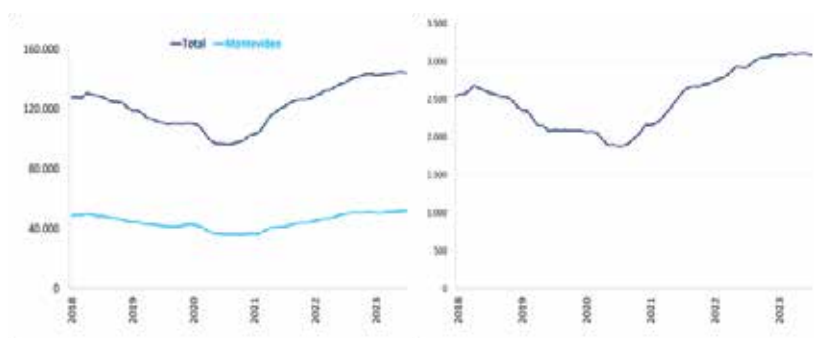
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres iii.i. Evolución general de las operaciones

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 fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y la Cantidad de Nuevas Operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. **Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores continúa evidenciando 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 a julio del corriente año las inscripciones de compraventa habrían crecido un 5% en el último año para el total del país, y casi 4% para Montevideo. En ambos casos, la cantidad de compraventas registradas durante el último año también crecieron respecto al mismo mes de referencia anterior a la pandemia (2019) aumentando 30% y 23%, respectivamente.

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 totales.

Gráficos 15 y 16 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Altas - 12 meses móviles, izq) y Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (Millones de pesos constantes - 12 meses móviles, der.)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales también evoluciona favorablemente y registró un aumento del 6% en términos anuales a julio de 2023. Si bien el comportamiento de este indicador se encuentra en línea con el resto de los indicadores analizados, es importante notar que captura la transaccionalidad del mercado inmobiliario en su totalidad, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda. Por lo anterior, el análisis conjunto de estos indicadores indirectos confirman que el mercado inmobiliario continuó evolucionando favorablemente, aunque el buen desempeño a nivel agregado podría esconder heterogeneidades en distintos segmentos. Igualmente, se trata de un fenómeno prolongado de desempeño favorable.

Más allá de lo anterior, el comportamiento reciente también presentaría ciertos signos de enlentecimiento en tanto todos los indicadores presentan una evolución menos vigorosa respecto a la exhibida en el último año. Adicionalmente, existen algunos elementos que podrían constituir un riesgo para el desempeño del sector de cara al futuro. En este sentido, la evolución de la actividad económica ha perdido dinamismo desde finales del último año. Este contexto de la actividad económica podría traer aparejado implicancias negativas sobre la evolución del mercado laboral, lo que a su vez podría impactar sobre los ingresos de los hogares y las expectativas económicas de estos – las cuales actualmente se encuentran en zona de moderado optimismo, según el relevamiento realizado por la UCU y Equipos. En contraposición, el salario real ha presentado una evolución positiva en los últimos meses, y es esperable que las pautas salariales continúen siendo favorables para los hogares en las futuras rondas de negociación colectiva considerando el próximo inicio del ciclo electoral. Esto supondría un impacto marginal positivo sobre la demanda inmobiliaria que eventualmente podría amortiguar un mercado laboral menos dinámico.

Finalmente, la apreciación del peso uruguayo podría ser un factor que ayude a compensar los riesgos anteriores y evitar parcialmente el 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 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, podría generar tensiones entre los diferentes objetivos de política económica.

En resumen, en los próximos meses se espera que el mercado inmobiliario mantenga el dinamismo exhibido recientemente. Sin embargo, se debe notar que el escenario cambiario afecta negativamente 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, entre otros. También es posible que esto enlentezca la aparición de nuevos proyectos. Como fue comentado previamente, este escenario cambiario también impacta en el FFP, que ha tomado medidas ante 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. En línea con esto, destaca la robustez de los indicadores en los segmentos objetivo del Proyecto Cosmos.

iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE da cuenta de una tendencia creciente y estable en la mediana de precios de compraventa en Montevideo medido en dólares estadounidenses y pesos constantes, respectivamente.

Gráfico 17 y 18 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Pesos Constantes (izquierda) y Dólares (derecha)



Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría registrado un aumento durante el último año, al tiempo que el precio en UI tendió a reducirse. De cualquier manera, de acuerdo a información provista por informantes calificados del sector, los precios transados se ubican por debajo de los precios de oferta.

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, y que incluso este y otros proyectos similares se han beneficiado de una serie de incentivos que explícitamente alientan la generación de este tipo de emprendimientos inmobiliarios. En esta línea, Uruguay cuenta además 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 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, aunque esto por ahora no ha generado impactos en el sector. 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. La actual administración de gobierno ha ratificado este rumbo y aprobó 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. Más allá de esto, 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 constructoras¹⁶. En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas.

¹⁶. 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 se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. Sobre este punto, es importante resaltar que el mercado inmobiliario se mantiene firme aunque con algunos indicios de enlentecimiento en indicadores indirectos de actividad. La mayor transaccionalidad recoge un escenario interno favorable producto del aumento del poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera y el aumento de los créditos hipotecarios, aunque restricciones de acceso aún perduran y la penetración es reducida. El escenario global no favorece la inversión en inmuebles aunque la inestabilidad en Argentina habría operado como una fuente de IED al sector. En relación al mercado de oficinas, se mantienen indicadores positivos de vacancia y precios, en línea con las orientaciones del FFP, cuyas características se acompañan a las tendencias del mercado. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

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. No se esperan cambios en el corto plazo que operen en detrimento de los objetivos del Fideicomiso. *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.uy¹⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freyre



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

¹⁷. **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.**