

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, abril de 2024

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
22	V EL ENTORNO
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública 15 - abril - 2024

Fecha de Emisión:	Julio de 2021
Denominación:	FIDEICOMISO FINANCIERO "PLATINUM"
Títulos:	Títulos Mixtos (90% deuda, 10% equity) con interés base del 3% e interés contingente incremental.
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Moneda:	dólares americanos
Importe de la emisión:	Hasta USD 165.000.000 (ciento sesenta y cinco millones de dólares).
Distribuciones:	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
Administrador:	Platinum Real Estate SA (ex Dalystown S.A.)
Plazo:	30 años
Activos del Fideicomiso:	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Comité de Calificación:	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de noviembre de 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 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% incorporando cambios en el plan comercial y en el escenario macroeconómico que no han cambiado sustancialmente en el último año.
- 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.

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

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de noviembre de 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 operador 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 Octubre se firmó con la Intendencia de Montevideo el contrato de concesión de uso de la plaza ubicada en el espacio público lindero al padrón No 430.970 de Montevideo, para explotación comercial, por un plazo de diez años
- Se están evaluando alternativas para complementar la oferta comercial prevista en el Plan de Negocios original. En este sentido, el Administrador está activamente evaluando opciones en sectores como la salud, entre otros.
- Se realizó un capital call por un total de USD 16 millones.
- La fecha de finalización de obra se ha prorrogado en casi un mes, entregándose en el cuarto trimestre 2024 y segundo trimestre de 2025 producto de medidas gremiales que generaron atrasos en las obras entre junio y agosto de 2023. Esto fue resuelto luego de negociaciones con el Consorcio.

- En vistas de la coyuntura macroeconómica y la apreciación del peso uruguayo (ver capítulo 5), se han acordado estrategias de forwards con un banco de plaza.

4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe trimestral de gestión agosto-octubre 2023 y noviembre 2023-enero 2024
- informe Anual Noviembre 2022 - Octubre 2023
- EE.CC. del fiduciario al 31/12/23
- EE.CC. del fideicomiso al 31/12/23
- Balance de Platinum Real Estate al 30/09/23
- Carta de abogados sobre no existencia de contingencias jurídicas. agosto-octubre 2023 y noviembre 2023-enero 2024
- Informe Comité de Vigilancia agosto-octubre 2023 y noviembre 2023-enero 2024
- Calificación original realizada en 2021 y actualizaciones posteriores
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a diciembre 2023 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- *"Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"*; marzo de 2024. 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) (La Fiduciaria)

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 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	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	26.198	26.974	18.989
Activo no Corriente	248.688	245.533	281.068
Total Activo	274.886	272.507	300.057
Pasivo Corriente	38.315	43.807	33.484
Pasivo no Corriente	211.246	204.187	230.681
Total Pasivo	249.561	247.994	264.165
Patrimonio	25.325	24.512	35.891
Total Pasivo y Patrimonio	274.886	272.507	300.057
Razon Corriente	0,68	0,62	0,57

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2023 muestran una recuperación importante respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos Operativos	85.442	80.546	75.867
Gastos Adm. y Vtas.	(71.408)	(66.556)	(63.018)
Resultado Operativo	14.033	13.990	12.849
Resultados Financieros	(11.743)	(28.054)	(12.734)
Resultados antes de impuestos	2.290	(14.064)	116
IRAE	(1.477)	2.685	(824)
Resultado del período	812	(11.379)	(709)
Res Operativos/Ingresos	16,42%	17,37%	16,94%
Res Ejercicio/Ingresos	0,95%	-14,13%	-0,93%

Fuente: EE.CC de EFAM

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.

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, son las familias Campiglia y Kimelman,

Este aspecto fue exhaustivamente analizado en ocasión de la calificación original y la conclusión fue positiva. Nada ha ocurrido que justifique cambiar el juicio favorable por lo que no cabe reiterar dicho análisis remitiéndose al documento mencionado. En aquella oportunidad se destacaba el compromiso de los operadores en el hecho que aportaban al Fideicomiso, en tanto fideicomitentes, el inmueble sobre el cual se 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. Desde el punto de vista económico financiero, al tratarse de una sociedad nueva, el cierre de balance al 30/09/2023, aunque deficitario, no permite suponer dificultades que pongan en riesgo su actuación como operador de esta operación.

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 éstos. 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 a partir del 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 ejercicio 2023 se habían emitido Títulos Mixtos por USD 110,9 millones; posteriormente el 4/03/2024 se realizó una nueva emisión por USD 2,3 millones (la última al momento de redactar este informe) lo que determina un total emitido hasta el momento de USD 113.2 millones. En consecuencia, el saldo suscrito aún no integrado es de USD 51.8 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%. En base a esto, del monto emitido a la fecha de cierre (USD 110.9 millones) USD 99,81 millones constituyen pasivo financiero que devengan intereses mientras que USD 11,09 son derechos de participación (CP's).

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 31/12/2023 equivale a unos USD 97,2 millones, se incluye en el activo no corriente (ver siguiente cuadro) y refleja el avance de las obras tal como se describe en otra sección. En los cuadros siguientes se presentan los EE CC del Fideicomiso al 31/12/2023 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 3: Estado de Situación (miles USD)			
Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Total Activo	106.614	63.620	48.208
Activo corriente	9.457	5.014	15.297
Activo no corriente	97.158	58.606	32.912
Total Pasivo	106.343	66.345	45.537
Pasivo corriente	316	229	131
Pasivo no corriente	106.028	66.117	45.406
Patrimonio	270	(2.725)	2.672
Total Pasivo y Patrimonio	106.614	63.620	48.208
Razon Corriente	1,00	0,96	1,06

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

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 cuenta patrimonial es consistente con la etapa inicial del proyecto en que no hay ingresos operativos o si los hay son marginales, tal como se aprecia en el siguiente cuadro.

Cuadro 4: Estado de Resultados (miles USD)

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos Operativos	3.050	(3.629)	(1.488)
Egresos operativos	(264)	(272)	(227)
Resultado Operativo	2.786	(3.901)	(1.715)
Resultados Financieros	(3.790)	(3.446)	(603)
Resultados antes de impuestos	(1.004)	(7.347)	(2.318)
IRAE	(148)	-	-
Resultado del período	(1.152)	(7.347)	(2.318)

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Los ingresos operativos refieren básicamente a los intereses ganados en el crédito tomado por Cepheus SA. pero sobre todo, reflejan cambios en el valor razonable de la inversión como consecuencia de la última tasación practicada.

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

De acuerdo al 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 de la superficie total comercializable, 52% está destinada a oficinas, 11% a viviendas, 4% a locales comerciales y 32% en estacionamientos. La comercialización de las viviendas y garajes ya ha comenzado y se detalla en la siguiente sección, en tanto los ingresos por alquileres no se materializan hasta la finalización de las obras. En cuanto a la oferta comercial, el Administrador se encuentra evaluando alternativas que permitan ampliar la oferta hacia áreas como la salud, y se encuentra explorando esta alternativa con distintos prestadores y autoridades públicas.

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. Esto se revisa semestralmente en el Plan Comercial. 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 construcción que comenzó en 2022. La obra se separa en dos, y producto de varios atrasos ocurridos se espera finalicen en noviembre 2024 y mayo 2025, dependiendo el proyecto. En este sentido, la obra está a cargo de Constructora Sudamericana y Norte Construcciones. En 2023 se retrasó la ejecución producto de conflictos gremiales y, dado el ritmo de obra, no es posible descartar nuevas postergaciones de la fecha de entrega.

En relación al plan comercial, en anteriores actualizaciones se comentó sobre cambios al plan original de ventas que buscan acelerar 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. Esto responde a la adecuación del plan a la coyuntura, producto de la acumulación de inflación en dólares y su impacto en los costos de la construcción. Otro elemento que se ha aprobado refiere a la forma de pago, pasando a un esquema bimonetario (30% en dólares en concepto de seña y compromiso y 70% en UI por avance de obra y ocupación). Adicionalmente, en aras de moderar el efecto de la debilidad del dólar sobre los ingresos del proyecto, se están implementando contratos de forwards que buscan moderar el riesgo de tipo de cambio sobre los resultados financieros del proyecto.

Las primeras ventas se registraron en 2022 y el proyecto está comenzando a transitar el tercer año. Existen tres modalidades de pago: contado, por avance de obra y financiado hasta la ocupación. En relación al ritmo de ventas, en 2022 se informan ventas algo por encima de lo previsto. Sin embargo, durante 2023 las ventas se ralentizaron, y con información a enero 2024, el ritmo de comercialización de las viviendas y los garajes se mantiene por debajo de lo esperado en el plan comercial, tanto para las viviendas como para los garajes. En este sentido, el Plan Comercial estimaba ventas por casi 2400 metros cuadrados en los primeros dos años, de los cuales se han comercializado 77%. Los garajes han tenido una evolución levemente más positiva.

Para este año se estima vender 2500 m². Es de notar que el operador se encuentra negociando el pago por mayor aprovechamiento edilicio, el cual se haría con unidades de vivienda que superan 1.900 m², lo que representa 20% de la superficie vendible. Sin considerar lo anterior, el stock total disponible a comercializar de metros cuadrados asciende a aproximadamente 78%, 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 A+ de emprendimientos competitivos, tal como se detalla 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. **La tasa de ocupación de las oficinas prevista se juzga adecuada dado el mercado y la vacancia exhibida por otros emprendimientos similares.**

Vinculado al desarrollo financiero del proyecto, la última actualización al modelo financiero de 2022 incorpora otros elementos, por sobre los comentados previamente. Por un lado la apreciación real del peso; por otro el aumento de los precios de algunos de los insumos. Todo esto incrementó el costo constructivo respecto a lo previsto. 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 implicó 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 mercado inmobiliario/real estate. En consecuencia, para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado. El valor beta es el proporcionado por Damodaran para la industria "Real Estate."

r_f : tasa libre de riesgo. Se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de la reserva general de Estados Unidos de América.

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado con el que se compara el proyecto (La diferencia del rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo). Para estimar el rendimiento de los activos de renta variable se considera la prima de riesgo del mercado accionario, suministrado por Damodaran (Equity Risk Premium de S&P 500)

Er_p : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay. Se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP.

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

Es de notar que esta tasa refiere al componente de renta variable únicamente, mientras que el Fideicomiso Financiero Platinum incluye una porción mayoritaria de renta fija (90%) y otro menor de renta variable. *Por lo anterior, el ejercicio que se incluye a continuación es conservador en su comparación, producto de que la tasa de interés de la renta fija es menor y su share en los títulos mixtos es ampliamente mayoritaria.*

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, 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 con un riesgo similar al del promedio del mercado. Es importante notar que este beta se ha reducido en los últimos años, ubicándose actualmente en 0,5. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,4%, mientras que las tasas actuales se ubican por encima de 4,2%. Para el índice UBI, indicador de riesgo país de Uruguay, se consideran 117 puntos básicos, mientras que a marzo este indicador de riesgo se ubica en 76 puntos. 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 4,68%.

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 5,9%. 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 realizados con valores a marzo 2024 no modifican las conclusiones⁶. Por lo anterior, esta comparación no debe ser considerada en sentido estricto y sirve a modo de comparación para tener una referencia que permita conformar un juicio acerca de la inversión.

Otra referencia posible con los que sí podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay, en el caso de la renta fija. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,2% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,1%. Lo anterior se ha reducido aproximadamente 0,5 puntos porcentuales y es consistente con un Riesgo País Uruguay que se encuentra en torno a 75 puntos.

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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios descrito en el Prospecto, sus supuestos, el desarrollo inmobiliario de la zona y la diversidad de la fuente de ingresos que tiene el Administrador, junto a cierta flexibilidad que permite el Plan de Negocios, se considera que existe un riesgo moderado de generación de los flujos. Las ventas han evolucionado por debajo de lo previsto en 2023, mientras que 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.*

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 parcialmente en el nuevo modelo financiero. El Administrador ha tomado medidas para mitigar lo anterior con la aprobación del pago bimonetario, el adelanto del plan comercial, los ajustes de precios y la contratación de forwards en el sistema financiero. *Este riesgo por tanto es medio.*

V. EL ENTORNO

La pandemia de 2020-2021 constituyó un evento agudo, de crisis generalizada y reconfiguración del escenario financiero global. Pasado este proceso, la economía global rebotó y retomó la senda de crecimiento, al tiempo que la inflación aumentó significativamente producto de las políticas expansivas lanzadas durante el período del Covid-19. En 2023, la economía global creció 3,1% y se espera un crecimiento similar durante 2024-25 según las últimas estimaciones del World Economic Outlook. Sin embargo, es interesante destacar que este crecimiento ha sido corregido al alza en especial para Estados Unidos, que ha sido más resiliente al proceso de contracción monetaria, y de las economías en desarrollo.

En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, configurando un escenario de menor preocupación por la actividad y mayor preocupación por la reducción de la inflación. En este sentido, se espera que el proceso de recorte de tasas de interés en Estados Unidos comience en algún momento de 2024, pero el mismo será más lento de lo previsto hace unos meses atrás. De esta forma las tasas de interés se mantendrán relativamente altas durante 2024 y el dólar también mantendrá su fortaleza relativa a nivel global, aunque como se verá más adelante el mercado uruguayo se ha desanclado de esta dinámica. Del mismo modo, este escenario resta soporte financiero al precio de los commodities y estos se ubican actualmente por debajo de los precios de cierre de 2023. Si bien el comportamiento del precio de las materias primas es más sensible a las condiciones financieras en el caso de los metales y el petróleo, los commodities agrícolas también están parcialmente influidos por esta dinámica, a lo que le suma la menor demanda de China.

De esta forma, se mantiene un escenario global de menor impulso financiero externo para las economías de la región, con tasas que se mantendrán elevadas, dólar fuerte y precios de los commodities que tendencialmente no subirán en el corto plazo.

Gráficos 1 y 2 – Dollar index (izq, ene 2006=100=.) y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



Fuente: Fred St Louis.

Al igual que en informes anteriores, el impacto del ciclo financiero global sobre el mercado doméstico se mantiene acotado. El principal aspecto ha sido la relativa estabilidad del dólar en términos nominales, a diferencia de lo acontecido a nivel global. Esto implicó una apreciación real significativa del peso uruguayo en los últimos dos años, que podría estar explicado en parte por aspectos vinculados a la política monetaria y en parte por el ingreso

de capitales vinculados a la inversión extranjera directa y al desempeño del sector externo. Todo esto con distinto timing, pero en 2023, a nivel de fundamentos, el ingreso de IED ha tenido un importante efecto en el Saldo de Financiamiento Externos que se mantiene superavitario. Es importante resaltar que el desempeño de la IED estuvo estrechamente vinculado a las obras de infraestructura y la instalación de la tercera planta de celulosa en el centro del país, pero también por el ingreso de capitales con otros destinos, entre los que se encuentra el mercado inmobiliario.

En línea con lo anterior, la estabilidad del dólar también ha contribuido a que la inflación se ubique dentro del rango meta definido por las autoridades monetarias y se espera continúe en este nivel durante 2024. Esto podría implicar que la política monetaria podría tener cierto margen para bajar tasas de interés, aunque enfrentará el desafío de sopesar expectativas al alza en horizontes más lejanos, de 24 meses.

El escenario descrito previamente implica que la inflación en dólares continuará siendo elevada, lo cual genera oportunidades y desafíos. En el primero, la inflación en dólares genera un mayor poder adquisitivo para los hogares, impulsando el consumo privado. El año pasado el consumo privado tuvo un muy buen desempeño, y se espera un año aún mejor en 2024. Esto también ha sido uno de los principales drivers del mercado inmobiliario, como se discutirá más adelante. En cuanto a los desafíos, la contracara de la inflación en dólares es un encarecimiento relativo de los costos de producción, en especial en sectores que tienen costos en pesos e ingresos en dólares. Esto viene erosionando los márgenes de producción en el sector inmobiliario, y es la tónica de los nuevos desarrollos en la producción inmobiliaria.

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



Fuente: INE y BCU

En cuanto a la actividad económica, el 2023 habría cerrado con un crecimiento casi nulo (de menos de medio punto porcentual), producto del enlentecimiento de la actividad, una base de comparación alta producto de las etapas finales de la instalación de la tercer planta de celulosa y algunos shocks puntuales (sequía, parada de la refinera de Ancap). Este desempeño tiene cierta heterogeneidad al interior. Mientras el Consumo privado tuvo un excelente desempeño dado la solidez del mercado laboral, el aumento de los salarios y la apreciación real del peso; el sector exportador experimentó un escenario negativo producto de la sequía y la baja en los precios de los commodities. Adicionalmente, es importante señalar que el consumo privado habría crecido por encima del 3% durante 2023, aún en un escenario de corrimiento de

consumo hacia Argentina producto de la amplitud de la brecha cambiaria que favorecía el consumo de los uruguayos en Argentina, tanto a nivel turismo como en la frontera.

Una vez extinguidos los efectos de los shocks puntuales del año pasado, hacia 2024 se espera un repunte de la actividad y la economía volvería a crecer por encima del 3%, con un consumo privado que seguirá empujando la actividad, al tiempo que se espera una contribución positiva del sector agropecuario ante la reversión de la sequía.

En lo que refiere al mercado laboral, si bien la economía en su conjunto cerraría 2023 con muy bajo crecimiento por los factores comentados previamente, el mercado de trabajo continuó evidenciando señales positivas, manteniendo el dinamismo exhibido en meses anteriores. En este sentido durante 2023, se han creado 40 mil puestos de trabajo de acuerdo a lo publicado por el INE lo que es consistente con un aumento de 2% en la Tasa de Empleo en los 12 meses cerrados a enero 2024. En cuanto a la actividad, también muestra que hay un incremento de la población activa, en tanto el desempleo se mantiene reducido en torno al 8%. A nivel salarial, los salarios reales tuvieron un importante crecimiento durante 2023, producto del incremento nominal que aún recoge cierto rezago post-pandemia y vinculado a la moderación inflacionaria. Todo lo anterior configura un escenario positivo para los ingresos de los hogares. Es importante notar que este desempeño, no fue afectado negativamente por la ralentización de la economía exhibida en 2023, y fue en gran parte sostén del crecimiento económico en los últimos meses.

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



Fuente: INE

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

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales trajeron aparejado un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional que limitaron el dinamismo del sector inmobiliario. Desde entonces, y una vez controlada la crisis sanitaria, el sector inmobiliario en su conjunto ha evidenciado una importante mejoría evidenciada con un relanzamiento del sector. Algunos sectores han tenido un muy buen desempeño: el sector de vivienda ha tenido un aumento de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito y el fortalecimiento del peso uruguayo. En el caso del sector corporativo, de oficinas, luego de el shock negativo de la crisis sanitaria, se ha recuperado producto de la llegada de nuevos demandantes (con estándares más elevados), la reconfiguración de los espacios de trabajo y la descentralización territorial del real estate corporativo.

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

2.a. Oficinas A y A +

A mediados de la década del noventa, producto del desarrollo del sector servicios en la economía uruguaya, el mercado de oficinas en Uruguay comenzó a evidenciar un proceso de transformación con la 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. Esto se ha beneficiado de varios elementos vinculados a la calidad de las instituciones, la infraestructura, la seguridad jurídica y un marco regulatorio que apuntó a fomentar este tipo de emprendimientos. En este sentido, al ley de Zonas Francas es un ejemplo de lo anterior.

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, nuevos emprendimientos y la creación de nuevas centralidades y la aparición del trabajo híbrido que implica nuevas demandas sobre los espacios de oficinas, 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 durante la última década y con varios emprendimientos que se introducirán al mercado en los próximos años. De acuerdo a Workplace Real Estate la oferta total de oficinas habría alcanzado 310 mil m2 cuadrados la en 2022. Según Uruguay XXI en 2023 la oferta siguió ampliándose con emprendimientos de categoría A+ como Alma Et, Brusco, Carrasco Valley, Sinergia Faro, Montevideo Harbour, la torre WTC Punta del Este y el edificio Faros Corporate. Muchos de estos ya se encuentran operativos a la fecha de este informe. Lo anterior refuerza el dinamismo del sector y reafirma la creación de nuevas centralidades, con el corrimiento geográfico de la oferta, incluso a Punta Del Este. **Es de notar que el Proyecto Cosmos se desarrolla en una zona que ha consolidado una oferta atractiva de oficinas para empresas, con un amplio abanico de servicios en su zona de influencia.** Adicionalmente, algunos hoteles de Montevideo se han transformado en espacios de oficinas, tendencia reciente que implica adaptar espacios originalmente destinados al turismo, lo que reafirma el atractivo del sector. De acuerdo a estimaciones de Uruguay XXI el stock total de oficinas de estos segmentos alcanzaría 350 mil metros cuadrados en 2024.

Gráfico 7 – 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 altos estándares en términos de seguridad, 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, 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 se reactivó a fines de 2021, manteniéndose el dinamismo con una vacancia reducida de acuerdo a las últimas estimaciones.

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 de arrendamiento, 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 oficina⁷. **Las orientaciones de precio coinciden con las previstas en el Plan Comercial del Proyecto Cosmos. A su vez, la vacancia prevista en Cosmos es adecuada a la luz de los indicadores del mercado.**

2.b. Oferta de vivienda

El sector de la vivienda y servicios habitacionales es por naturaleza 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.

El stock de viviendas existente 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

⁷. 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.

política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones.

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.

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde 2021, superando 180 proyectos. Esta tendencia se mantuvo estable en los últimos dos años, incluso con un aumento en 2023 que fue récord de proyectos en el marco de este estímulo. Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo.

ii. Demanda por consumo e inversión

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual, por un lado constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”, por otro un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. Los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población, las preferencias familiares y otros elementos de decisión social, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital. 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 se esperan modificaciones según las estimaciones de población del INE. Es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI⁸, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior. De todas formas, este proceso podría presionar la demanda de cierto tipo de inmuebles, en especial en el mercado de arrendamientos, aunque no es necesariamente un fenómeno que se observe a nivel agregado.

A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son: **i)** el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y; **v)** la inseguridad. Todos estos elementos han impactado directamente en el mercado de la vivienda, vía la preferencias de los hogares. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015. De acuerdo a esta encuesta casi 70% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios, tanto en el pasado como en sus perspectivas de los próximos dos años.

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



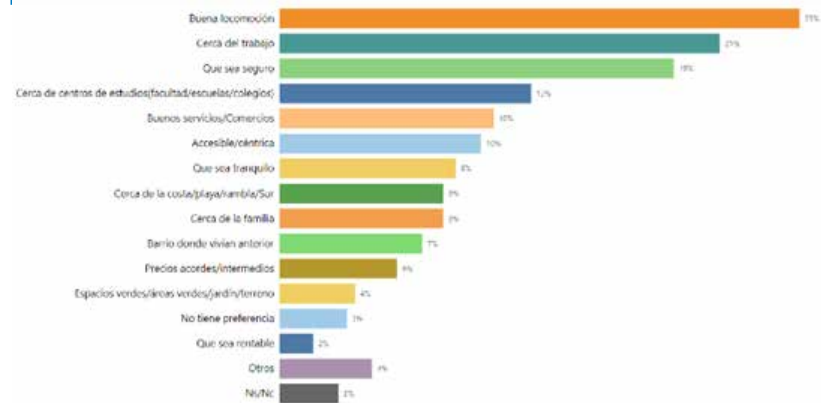
Fuente: Research Uruguay

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 amenidades vinculados al entorno geográfico de la vivienda y se mantienen en relación a las últimas olas de esta encuesta. A su vez, coinciden con las características**

⁸. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

del Proyecto Cosmos, tanto en localización como en amenities. Los barrios más demandados coinciden con olas previas de esta encuesta y resaltan Centro y Pocitos; igualmente se mantiene también la tendencia de corrimiento hacia el este en el eje Ciudad de la Costa/Pinar. Por su parte, en esta última edición se aprecia un repunte de la búsqueda de viviendas con estacionamiento, elemento de menor importancia en ediciones pasadas.

Gráfico 9 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, los hogares encuestados indican una mayor importancia del ahorro previo y cierta disminución del financiamiento como fuente de financiamiento en la compra de la vivienda. Sin embargo, como se verá más adelante, el crédito hipotecario continúa creciendo, y tanto el acceso como las condiciones de los créditos continúan mejorando en los últimos años.

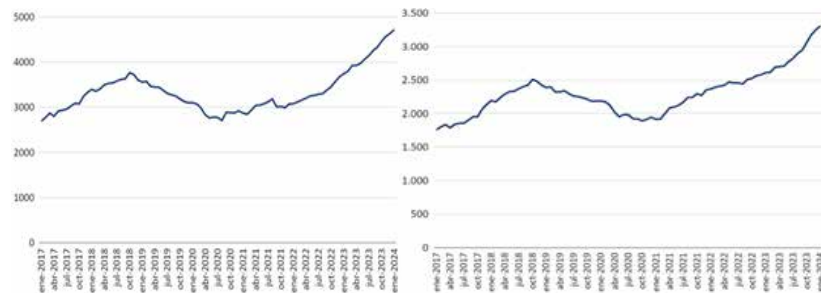
ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Esto determinó un cambio para los hogares que impactó principalmente en los primeros meses posteriores a la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y viene sosteniendo una mejora sustancial en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares crecen tendencialmente, y se benefician de la apreciación del peso, impactando positivamente sobre la compra de bienes durables (automóviles, inmuebles, entre otros)

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. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a enero de 2024 creció 26% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 26%, acelerando en los últimos meses y ratificando el dinamismo del crédito como vía de acceso a la vivienda. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se ubicaron en diciembre de 2023 en 4,6% promedio, relativamente estables en los últimos meses luego de la moderación durante 2021-22.

Gráfico 10 y 11 – Créditos hipotecarios en UI Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: BCU

Las condiciones de los créditos hipotecarios han continuado mejorando, lo que apuntala su desempeño reciente. No obstante, la penetración del crédito se mantiene reducida, tendencia que caracteriza a Uruguay en la región. Por esto, es necesario comprender qué restricciones de acceso existen en este sentido. 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. Estas condiciones han favorecido a los hogares uruguayos, y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito. De acuerdo a Sader & Calvete, solo un quinto de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso en los últimos 18 meses, aún resta una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

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



Fuente: Sader & Calvete (Marzo 2024).

Si se compara este indicador con los resultados generales de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto aproximadamente la mitad de los encuestados piensa financiar la compra con un crédito. Adicionalmente, se debe considerar que la coyuntura económica es favorable para el desarrollo del crédito hipotecario. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación respecto al dólar durante los últimos años, aumentando los ingresos de los hogares medidos en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiben cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar. Por otro lado, las tasas de interés en Unidades Indexadas exhibieron una reducción importante durante el último año y se ubicaban en 3,5% anual en el último trimestre de 2023. 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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Durante el último año las tasas de interés internacionales se han incrementado, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Este fenómeno, se ha moderado en los últimos meses y podría revertirse parcialmente durante 2024 aunque esta reversión sería lenta como fue comentado en la primera sección de este capítulo.

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 vinculado a la fortaleza del sector externo, en especial la IED, y otro financiero vinculado a las tasas de interés de los instrumentos locales.

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 12% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión lo que implica un leve aumento respecto a la última edición, al tiempo que 15% de los encuestados espera hacerlo en un futuro.

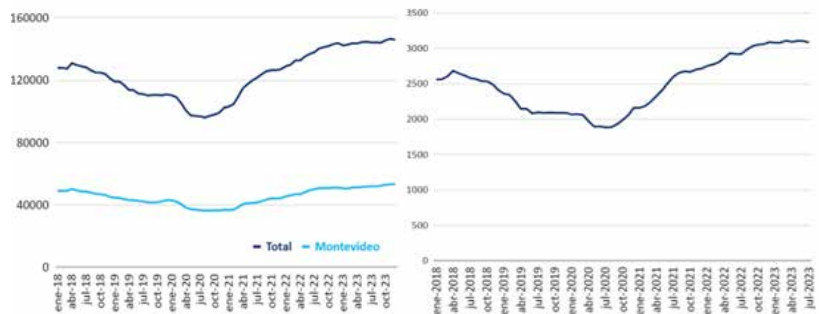
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

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 las operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. ***Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores continúa evidenciando una mejora del mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector.***

En este sentido, la información del INE en base a la Dirección Nacional de Registro indica que durante 2023, las inscripciones de compraventa crecieron casi 2% para el total del país, y casi 5% para Montevideo. Esto mantiene el dinamismo del mercado de compraventa exhibido en los últimos dos años. Montevideo se mantiene como principal departamento, representando más de un tercio de las operaciones y junto a Maldonado representan más de la mitad de las transacciones de compraventa registradas.

Gráficos 13 y 14 – 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 se desaceleró durante 2023, reduciéndose levemente en los 12 meses cerrados a enero 2024 (-1,9%), en términos reales. Igualmente debe notarse que el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda. Por otro lado, se debe señalar que la Vivienda Promovida está exenta de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos está teniendo un dinamismo relevante para el mercado, por lo que estas operaciones no quedan recogidas en el ITP.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Por un lado, los permisos de construcción continúan creciendo, al tiempo que los cotizantes al BPS en el sector de la construcción, si bien se han desacelerado, mantienen un leve crecimiento. Este último indicador pauta la demanda de mano de obra en el sector que provee servicios habitacionales. Por último, del lado de los hogares, las expectativas del consumidor se mantienen en zona positiva, de acuerdo al indicador de Confianza de Consumidor elaborado por la UCU, destacando la mejora en la predisposición de compra de bienes durables.

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 15 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares (derecha)



Fuente: INE en base a DNR

Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso. De todas formas el fenómeno de inflación en dólares que favorece la transaccionalidad pero incrementa los costos de producción, podría impactar en el precio de los inmuebles en el corto plazo. En particular, para las obras nuevas, este fenómeno podría llevar a revisar las listas de precios que se están produciendo (o se desarrollarán en el futuro) dado el incremento de los costos de producción. Este elemento ya estuvo presente en la revisión del plan comercial del Proyecto Cosmos.

3. Las políticas públicas

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza por parte del Estado de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el Fideicomiso para alcanzar los flujos de fondos proyectados en su Prospecto de Emisión y cumplir con sus correspondientes obligaciones. A este respecto, se debe notar que históricamente los gobiernos del país no han intervenido en los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso, 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. 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. 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 constructoras⁹. En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas.

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario ha evolucionado por encima de las expectativas y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; no obstante existen riesgos sobre la rentabilidad de los emprendimientos por la inflación en dólares. El escenario global no favorece la inversión en inmuebles aunque tampoco se esperan novedades negativas en este marco. En el mercado de oficinas, los indicadores de vacancia y precios se mantienen sólidos, en línea con las orientaciones del FFP. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. En especial, los cambios en la Ley de Vivienda Promovida operan como un elemento dinamizador del sector vivienda. No se esperan innovaciones negativas en el corto plazo que operen en detrimento de los objetivos del Proyecto Cosmos. *Riesgo bajo.*

⁹. La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. 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.uy¹⁰² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

¹⁰². **CATEGORÍA 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.**

