

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I

Perfil

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO) es un Fideicomiso Financiero cuyo objetivo es generar rentabilidad mediante una estrategia con foco principal en el mercado inmobiliario y en especial en rentas corporativas en Uruguay. El plazo del Fideicomiso es de 16 años desde la emisión inicial de los certificados de participación, estipulado 3 años para el Período de Inversión, 10 años para el período de Gestión y 3 años para el período de Liquidación.

Con fecha 16/08/21 y 17/08/21 se realizó la colocación de USD 80 millones de Certificados de Participación (tramo minorista y mayorista, respectivamente), de los cuales USD 74.840.706 fueron adjudicados a inversores institucionales (93,6%), USD 1.159.294 corresponden a Grelana S.A. (1,4%) y el restante a clientes minoristas. Con fecha 19/08/21 se efectuó la integración de CPs por USD 17 millones (21,25% del monto adjudicado), el monto restante se encuentra sujeto a integración bajo la modalidad de *Capital Calls*. En fecha 06/10/21 se procedió a realizar la primer *Capital Call* para la integración de un monto total de USD 1.172.865 millones los que fueron colocados íntegramente el 15/10/21.

Fundamentos de la calificación

Calificación. La calificación responde principalmente a la calidad del Administrador, Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales) y contempla a su vez el acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder para tener prioridad en el desarrollo de proyectos y quien es uno de los principales desarrolladores del país. Además, considera que el Fideicomiso estará invertido mayormente en inversiones de renta, limitando las inversiones de desarrollo, de mayor riesgo relativo, al 40% del Fideicomiso.

Buena Trayectoria de principales ejecutivos del Administrador. Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales o RIO) es una Sociedad creada para actuar como Administrador del Fideicomiso. Sus principales ejecutivos presentan experiencia en el mercado inmobiliario de Uruguay, donde se destaca su participación como inversores en WTC Free Zone, como en la gestión de portafolios de inversión. Se destaca que la Sociedad Administradora no gestiona internamente desarrollos inmobiliarios, sino que son tercerizados con participantes de reconocida trayectoria en el mercado.

Fuerte experiencia del Estudio Lecueder. El Estudio Lecueder es uno de los principales desarrolladores de Uruguay y actuará como un elemento estratégico en los proyectos de desarrollo, dado que existe un acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder para dar prioridad del Fideicomiso en el desarrollo de sus proyectos frente a otros fideicomisos de oferta pública de similares características al FF RIO I. Actuó como desarrollador de siete Shopping centers en Uruguay y dentro del área inmobiliaria de importante relevancia, como es el World Trade Center Montevideo (complejo de oficinas) y el WTC Free Zone (Zona Franca). Adicionalmente, en los proyectos de desarrollo a fin de alinear los intereses, existirá una co-inversión de los grupos relacionados al Administrador y/o desarrollador.

Portafolio en Período de Inversión. A la fecha de análisis, el portafolio se encuentra conformado en un 93% por producto terminado (USD 15,9 MM WTC Free Zone - el Activo Ancla - y USD 976 mil Carwol S.A.) y 7% desarrollos (USD 1,2 MM Terminal Minas Shopping y USD 20 mil Cala Torre I). Respecto al WTC Free Zone se destaca que el complejo, cuya Torre 2 fue recientemente inaugurada posee una ocupación superior al 80% (mientras que la Torre 1 se encuentra plenamente ocupada), con una buena atomización por sector entre sus 160 tenants

Informe Integral

Calificaciones

Nacional	FI2(uy)
Perspectiva	Estable

Criterios Relacionados

Manual de procedimientos de Calificación de Fondos Cerrados o de Inversión Registrado ante el Banco Central del Uruguay

Analistas



Analista Principal
Yesica Colman
Director Asociado
yesica.colman@fixscr.com
+54 11 5235 8147



Analista Secundario y Responsable del Sector
María Fernanda López
Senior Director
mariafernanda.lopez@fixscr.com
+54 11 5235 8130

donde ninguno representa más del 10% de los ingresos (los primeros 10 concentran el 36% considerando la ocupación de ambas torres).

Desde su lanzamiento hasta la emisión del presente informe, el Fiduciario avanzó con la adquisición del 12,05% de WTC FZ a Altern Investments LP, estructurada en 2 tramos: a) el 28/09/21 se incorporó al Fideicomiso un 11,73% de las acciones de WTC FZ; y 2) con fecha 14/12/21 se completó la transferencia de las acciones restantes. A fin de llevar a cabo la operación, se requirió valuaciones técnicas de importantes firmas de expertise (Grant Thornton y Exante) e informes de *due diligence* (KPMG y Estudio Guyer & Regules).

Por otra parte, y derivado de la operación precedente, el Fideicomiso obtuvo una opción de compra gratuita e irrevocable, la cual ha sido ejercida, por el 12,05% del capital integrado de Carwol S.A. (entidad que nuclea 3 empresas que prestan servicios de tecnología a WTC FZ).

Con fecha 22/02/22 el FF firmó un Acuerdo de Aporte de Capital y de Accionistas con Manfely S.A. mediante el cual se obliga a realizar aportes de capital para financiar el proyecto Terminal Minas, siendo que en ningún caso tendrá la obligación de aportar una suma superior a los USD 1.196.949. A la fecha de emisión del presente informe, se habían realizado aportes por un total de USD 1,2 millones (en 3 etapas).

Por último, en julio 2022 el FF firmó un Acuerdo de Aporte de Capital y de Accionistas con LBD LTD y LBD SAS mediante el cual se obliga a realizar aportes de capital para financiar el proyecto Cala de Yatch, siendo que en ningún caso tendrá la obligación de aportar una suma superior a los USD 4.100.000. El proyecto consta de una construcción a largo plazo de 5 torres de vivienda, una torre corporativa y un centro comercial. El FF firmó la compra de 20 apartamentos en la Torre I Cala Yatch a pagar terminada la construcción. El inicio de obras está pactado para el primer trimestre de 2023.

Concentración. Los principales límites de concentración corresponden a un máximo de 40% en activos de desarrollo, un 35% para un mismo inmueble fuera del Activo "Ancla", 30% en Centros Comerciales, 30% en Centros de Distribución y locales industriales, 30% en inmuebles ocupados por un mismo inquilino, 20% en terrenos siempre que posean al momento de la adquisición un proyecto a desarrollarse antes de los 36 meses, y 50% en inmuebles cuyos ingresos provengan de un mismo sector económico.

Consistencia en el Proceso de Inversión. El Fideicomiso posee un proceso de inversión robusto, contando con el apoyo de un Comité de Inversiones, conformado por profesionales con amplia trayectoria en el sector inmobiliario y mercado de capitales. El mismo se compone por el Lic. Guillermo García-Mansilla (Accionista de RIO, Presidente del Directorio y Head de Inversiones), el Lic. Javier Orcoyen (Accionista y Director), Gerardo Barbosa (Ex Head de Inversiones para Latam de Julius Baer), Cr. Carlos Lecueder (Director Estudio Luis E. Lecueder), Lic. Martin Williams (Asesor de Capital Markets & Latin Securities), Cr. Juan Martín Sisto (Asesor de Capital Markets & Latin Securities) y Arq. Axel Brostrom (Presidente de Binswanger Argentina, consultora de Real Estate Comercial). El comité sesiona como mínimo una vez cada tres meses, con un quorum de 3 miembros y las decisiones se registran en actas.

Conflicto de Interés. Es posible que los miembros del Comité de Inversiones o ejecutivos del Administrador (o de sus afiliadas) brinden asesoría o tomen acciones con respecto a los portafolios de sus otros clientes. Los señores Guillermo García Mansilla, Javier Orcoyen son miembros del Comité de Inversiones del Fideicomiso y/o Personas Vinculadas al Administrador o a sus afiliadas según sea el caso, y Carlos Alberto Lecueder cuyo Estudio tiene un acuerdo de colaboración con el Administrador, podrían tener conflictos de interés en relación a sus actividades en el Fideicomiso. En el caso de coinversión en desarrollos, ya sea el Administrador o terceros, se deberá exigir al co-inversor los mismos términos y condiciones de compromiso y desembolso de fondos (en las proporciones que correspondan) y el cumplimiento de dichos términos y condiciones será verificado regularmente por el Administrador o por el comité de vigilancia (en el caso de coinversión con el Administrador) durante la duración del Proyecto en cuestión.

Asimismo, previo al avance en cada proceso de compra deberá existir una evaluación técnica independiente que valide los precios de entrada, la que deberá ser desarrollada por especialistas de prestigio. Actualmente cuenta con dos valuaciones: una de Colliers y la segunda otorgada por Grant Thornton.

Comité de Vigilancia. El Comité de Vigilancia estará conformado por una persona jurídica o por hasta 3 personas físicas elegidas por Titulares que representen una Mayoría Especial. El mismo debe velar por el cumplimiento del Administrador y del Fiduciario respecto a lo establecido en el contrato del fideicomiso. Actúa como un elemento de control en favor de los titulares de los títulos y de esta forma contribuye a evitar conflictos de interés. Mediante Acta de Asamblea de los Titulares de Certificados de Participación, de fecha 12/11/21, se ha decidido asignar al Cr. Daniel Porcaro como único miembro del Comité de Vigilancia, un profesional con amplia experiencia en el sector inmobiliario de Uruguay.

Adecuado período de Inversión y desinversión. FIX considera que el plazo del Fideicomiso de 16 años permite una adecuada gestión de los ciclos así y el período de liquidación y venta de los activos de 3 años es razonable para evitar tener que vender activos por debajo de su valor por estar en la parte negativa del ciclo. Asimismo, el Contrato de Fideicomiso contempla la posibilidad de una extensión de dicho plazo. No obstante, el Fideicomiso se extinguirá por el transcurso de 30 años desde su constitución, en línea con la *duration* que presentan similares instrumentos dentro del mercado.

Riesgo de contraparte. En proyectos de desarrollo, la selección de la empresa constructora será una decisión que se tomará en conjunto por el grupo inversor que lleve adelante cada proyecto en los que invierta el Fideicomiso, mediante un proceso licitatorio. Solamente participarán de estos procesos, empresas constructoras que tengan buenos antecedentes y que gocen de las garantías necesarias. Si bien no existen en principio seguros de caución u otros elementos que mitiguen el riesgo de construcción, los proyectos de desarrollo no podrán superar el 40% del portafolio del Fideicomiso y serán siempre en co-inversión con capitales privados, priorizando aquellos gestionados por el Estudio Lecueder, uno de los principales desarrolladores del país. En tanto, en inversiones en activos terminados, se realizará due diligence técnico de la calidad constructiva.

Marco operacional. El Fiduciario es TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A., entidad global con estándares internacionales que aplican a todas sus subsidiarias.

Fideicomiso Nuevo. El desempeño del Fideicomiso no fue analizado dado que se encuentra en período de inversión (establecido en 3 años desde el inicio, pudiendo ser prorrogado por 2 años adicionales). Sin embargo cabe destacar que el FF percibió ingresos por distribución de dividendos de acuerdo con su participación en WTF FZ.

Sensibilidad de la calificación

Conformación de cartera y estabilidad de flujos. FIX podría subir la calificación del Fideicomiso una vez que el mismo cuente en su totalidad o su gran mayoría con activos terminados con renta, con flujo consistente, baja vacancia y que no exista riesgo de construcción.

Incumplimiento de los plazos o de su objetivo y proceso de desinversión. La falta de cumplimiento del Fideicomiso en los plazos preestablecidos, el desvío respecto a su objetivo de inversión, como así también presentar dificultades para hacerse de liquidez al cabo del período de vigencia del Fideicomiso podrían derivar en una baja de su calificación.

Perfil

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO) es un Fideicomiso Financiero cuyo objetivo es generar rentabilidad mediante una estrategia con foco principal en el mercado inmobiliario y en especial en rentas corporativas en Uruguay. El plazo del Fideicomiso es de 16 años desde la emisión inicial de los certificados de participación, estipulado 3 años para el Período de Inversión, 10 años para el período de Gestión y 3 años para el período de Liquidación.

Con fecha 16/08/21 y 17/08/21 se realizó la colocación de USD 80 millones de Certificados de Participación (tramo minorista y mayorista, respectivamente), de los cuales USD 74.840.706 fueron adjudicados a inversores institucionales (93,6%), USD 1.159.294 corresponden a Grelana S.A. (1,4%) y el restante a clientes minoristas. Con fecha 19/08/21 se efectuó la integración de CPs por USD 17 millones (21,25% del monto adjudicado), el monto restante se encuentra sujeto a integración bajo la modalidad de Capital Calls. En fecha 06/10/21 se procedió a realizar la primer Capital Call para la integración de un monto total de USD 1.172.865 millones los que fueron colocados íntegramente el 15/10/21.

La vigencia del Fideicomiso estará dividida en 3 períodos: i) un Período de Inversión de 3 años desde el inicio de actividades (podrá ser ampliado hasta un máximo de 2 años); ii) un Período Gestión de 10 años desde la finalización del Período de Inversión, y iii) un Período de Liquidación de 3 años desde la finalización del Período de Gestión.

El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares a través de la inversión en:

- I. Proyectos inmobiliarios terminados (oficinas en edificios Categoría A o Categoría A+ exclusivamente, edificios de viviendas, centros comerciales, centros logísticos, entre otros, tanto dentro de Zonas Francas como fuera), en Uruguay para su arrendamiento, usufructo o aprovechamiento económico y posterior venta.
- II. El desarrollo de Proyectos inmobiliarios en Uruguay (tanto dentro de Zonas Francas o fuera) para su venta.

Siempre respetando las restricciones correspondientes, el Fondo tendrá su foco estratégico en la inversión en activos con capacidad de generación de flujos consistentes en el tiempo y cuyo origen provenga, principalmente, de contratos de arrendamiento o de usuarios corporativos. Dentro de las opciones de rentas corporativas, se priorizará la inversión en rentas de oficinas.

Administración del Fondo

Grelana S.A. ("RIO") es una sociedad creada para officiar como administrador del Fideicomiso. Su directorio estará compuesto inicialmente por Guillermo García-Mansilla, Javier Orcoyen y Juan Terra.

Los accionistas de Grelana S.A. (RIO S.A.) son Guillermo García-Mansilla (40%), Javier Orcoyen (40%) y Juan Terra a nombre propio pero por cuenta y orden de GLT Capital S.A.S. - en formación - (20%).

Guillermo García-Mansilla se desempeña como CEO y Head de Inversiones de RIO. El equipo de RIO que está a cargo de la administración del Fondo es un equipo multidisciplinario con amplia trayectoria en el mercado inmobiliario del Uruguay, construcción de portfolios de inversiones, administración de riesgos, y estándares de cumplimiento en la administración de fondos.

Guillermo García-Mansilla presenta experiencia en el rubro inmobiliario, participó en numerosos proyectos inmobiliarios en muchos casos representando pequeños grupos inversores y a partir de 2009 comenzó a invertir dentro del rubro a mayor escala a través de fondos privados a su cargo. Javier Orcoyen ex CEO de Merrill Lynch Cono Sur, luego Head de Julius Baer Argentina y Uruguay, se incorpora en el año 2014 por invitación de García-Mansilla como inversor en WTC Free Zone.

En el año 2015, ambos deciden asociarse. A partir de la experiencia aportada por Javier Orcoyen en bancas privadas deciden explorar la posibilidad de integrar activos alternativos en

los portfolios de los bancos de inversión. Ese mismo año negocian la compra de mayor porcentaje accionario en WTC Free Zone, invitando inversionistas individuales de bancas privadas mediante la securitización del activo inmobiliario incorporándolo a un nuevo Fondo de inversión: Altern Investments LP.

Proceso de inversión

La gestión de RIO está a cargo del CEO Guillermo García-Mansilla y su equipo. Dentro de las actividades vinculadas al Proceso de Inversión se destaca la búsqueda, evaluación y aprobación de oportunidades de inversión bajo el marco de la Política de Inversiones.

Respecto al nivel de riesgo, se deberán evaluar en forma adecuada los riesgos a asumir los que podrán verse reflejados en: niveles de vacancia, ciclos económicos, velocidad de comercialización, deterioro de zonas del mercado, deterioro del nivel de actividad de sectores económicos, entre otros, procurando seleccionar activos que tengan la capacidad de generación de renta con flujos consistentes. Adicionalmente se priorizará las inversiones en activos con certificaciones medioambientales, y en activos cuyas ubicaciones sean las de mayor demanda en el mercado.

La Compañía establece dentro de sus objetivos en el plan de inversión obtener una TIR entre 6% y 8% para el segmento de renta y mayor al 10% en el segmento de desarrollo. Las Cap Rates estimadas para el segmento de renta de oficinas y de locales comerciales se ubicarían entre el 6% y 8%, para las de vivienda multifamily entre el 7% y 9% y para las de logística entre el 9% y 11%.

El Proceso de Inversión se compone de las siguientes etapas:

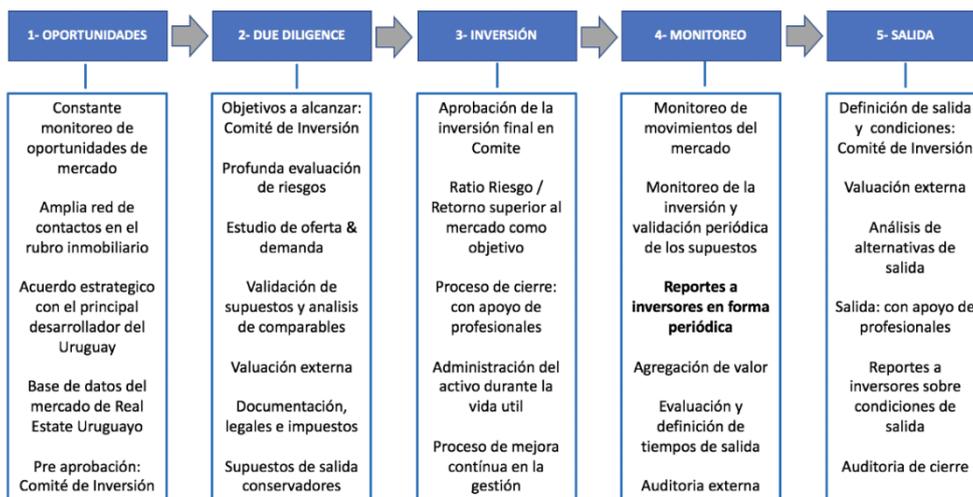
- a) **Detección de oportunidades de inversión.** Uno de los principales roles del Administrador es generar un “pipeline” de inversión en forma proactiva. Un punto central consiste en anticipar los ciclos del mercado.
- b) **Relevamiento técnico y análisis primario.** Detectadas las oportunidades de inversión, el Fideicomiso contará con un plan de inversión que detalle el target u objetivo de los activos a incorporar, los rendimientos mínimos y procederá a contar con fichas técnicas para homogeneizar el proceso de relevamiento inicial.
- c) **Evaluación primaria de la inversión.** Se evalúa si la inversión está dentro de los parámetros de metas a alcanzar del Fideicomiso, se contrasta con la información de mercado disponible y se evalúa los diferentes riesgos que se estaría asumiendo. En el caso que la inversión se encuentre dentro de los parámetros de rendimientos buscados se presenta al Comité de Inversiones quien deberá definir, por unanimidad, si desea avanzar en el proceso de adquisición. Las decisiones se registran en minutas y en caso que no se logre consenso entre los miembros del Comité, la inversión debe ser descartada.
- d) **Definición del marco de negociación.** Aprobada la continuidad de la inversión, el Administrador del Fondo procederá a comunicar a la parte vendedora (del inmueble o de las participaciones accionarias), su intención de una evaluación técnica del activo dentro de un marco de condiciones pre-establecidas.
- e) **Evaluación técnica o due diligence.** Una vez documentada la intención de las partes de avanzar en el proceso de compra de un inmueble se procederá a realizar una auditoría que releve los siguientes puntos:
 - Notarial: registros de propiedad, legitimidad del vendedor, ausencia de inhibiciones, validación de superficies, etc.
 - Contable e Impositiva: adecuada registración contable de los valores presentados por la parte vendedora y revisión de aspectos relevantes durante su vida útil. Ausencia de contingencias impositivas y adecuada relación entre documentación fiscal y contable.
 - Valuación independiente: validación de los precios de entrada realizada por especialistas independientes.

- Económico-financiera: validación de indicadores clave y evaluación en el tiempo de las mismas.
- Estructural: evaluación de calidades constructivas, valores de reposición y mantenimientos contingentes.
- Estudio de mercado: en función de la complejidad del activo se determinará si se trabajará con información de mercado disponible o se procede a un estudio a medida. En caso de realizarse este último deberá establecerse en forma previa los parámetros a relevar.
- Contingencias: se deberá definir con la mayor precisión posible todas aquellas contingencias que puedan afectar al activo permitiendo que el Comité de Inversiones pueda realizar una adecuada evaluación de los riesgos a asumir.

f) **Aprobación final.** El Administrador deberá proveer al Comité de Inversiones de toda la información surgida durante el proceso de auditoría así como un informe final donde se recomienda o no la inversión en determinado activo y en qué condiciones sustentando su decisión. Dicho informe deberá ser presentado por el Administrador al Comité de Vigilancia así como toda la documentación de respaldo utilizada por el Comité de Inversiones. El Fiduciario y/o el Comité de Vigilancia podrán rechazar la realización de la Inversión en caso que, según lo que surja de la presentación realizada por el Administrador, la misma represente un incumplimiento al Contrato de inicio del FF, a la Política de Inversiones o el Plan de Negocios, todo lo cual deberá fundamentar expresamente y por escrito en forma circunstanciada dentro del plazo de 10 Días Hábiles de recibida toda la información y documentación de parte del Administrador.

En caso de proponerse por el Administrador la concreción de una inversión consistente en el Desarrollo de un Proyecto por parte del Fideicomiso, previo a la concreción de la inversión en éste tipo de activo, se requerirá la aprobación de los Titulares por Mayoría Especial. Este procedimiento será de aplicación a los Proyectos incluidos en el Acuerdo de Colaboración, pero no será de aplicación para aquellos Proyectos previstos en el Portafolio de Inicio.

Proceso de inversión



Recursos de la Administradora

Lic. Guillermo Federico García-Mansilla (Presidente del Directorio, CEO, Head de Inversiones y miembro del Comité de Inversiones), cuenta con 20 años de experiencia en inversiones inmobiliarias en los siguientes rubros: vivienda, landbanking, hotelería, locales comerciales, logística y oficinas comerciales y 20 años invirtiendo en el mercado inmobiliario de Uruguay en

locales comerciales y oficinas corporativas. Actual manager de fondos de capitales privados con inversiones en rentas corporativas en el Uruguay. Es Licenciado en Administración de Empresas y posee un MBA en la Universidad del CEMA.

Lic. Javier Orcoyen (Director y miembro del Comité de Inversiones) fue ejecutivo Senior de la banca privada en el Cono Sur y presenta amplia experiencia en el mercado financiero y de capitales. Desarrolló su carrera corporativa durante más de 18 años en Merrill Lynch, Bank of America y Julius Baer. Ex CEO y head del negocio de banca privada de Merrill Lynch para el cono sur (Argentina, Chile y Uruguay). Durante los últimos 10 años participó en procesos de inversión para incorporar inversiones alternativas en los mismos. En el año 2015 lideró junto a Guillermo García-Mansilla un fondo privado para la participación de inversionistas de alto patrimonio en inversiones de real estate. Es Licenciado en Administración de Empresas, Universidad de San Andrés

Cr. Juan María Terra (Vicepresidente) posee más de 25 años de experiencia en el sector bancario y mercado de valores en Uruguay y la región. Es Especialista en operaciones del mercado de valores local de Uruguay e internacional, regulación y prevención LA/FT. Habiendo comenzado su carrera profesional en casas de bolsa y bancos en Uruguay, desempeño el cargo de Head de operaciones de la Mesa de Dinero de Bank Boston (hoy Banco Itaú). Desde 2004 en Grupo Gletir desempeñándose como Gerente de Operaciones, luego Director y Gerente General y es Presidente de GLT Casa de Bolsa S.A (Paraguay). Es Lic. en Administración de Empresas en la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República Oriental del Uruguay. Además posee una Tecnicatura en Asesoramiento de inversiones en la facultad ORT Uruguay.

Adicionalmente, el Administrador cuenta con un acuerdo de colaboración con el Estudio Lecueder, quien es uno de los principales desarrolladores de Uruguay y actuará como un elemento estratégico en los proyectos de desarrollo (el Fideicomiso priorizará participar en este tipo de proyectos cuando el desarrollador sea dicho Estudio). Éste ha actuado como desarrollador de siete Shopping centers en Uruguay y dentro del área inmobiliaria, en los últimos años desarrolló y administró el World Trade Center Montevideo (complejo de oficinas), el WTC Free Zone (Zona Franca), Marina Santa Lucía (primera urbanización náutica) y Carrasco Boating, entre otros. El Administrador directamente, o a través de cualquier sociedad controlada, controlante, vinculada o con control común, deberá suscribir a su nombre CPs por un monto equivalente al 5% del monto inicial más la diferencia entre el 5% del monto máximo y los montos efectivamente suscritos en el tramo minorista y tramo intermedio con un tope de 2,5% del monto inicial y mantener dicha participación durante la vigencia del Fideicomiso y mientras siga siendo Administrador. Dicho Titular, no tendrá derecho a voto en las Asambleas.

El Administrador no presenta una plataforma tecnológica específica para el desarrollo y seguimiento de las inversiones inmobiliarias. Las mismas son modelizadas y monitoreadas a través de planillas de cálculo, las que contemplan un buen grado de detalle aunque se encuentran expuestas a un mayor riesgo operacional.

Características del Fondo y Cumplimiento Objetivo

Claridad y Consistencia de Objetivos e Inversiones

FIX considera que el Fondo presenta una aceptable claridad y precisión de su objetivo de inversión definido en el prospecto de inversión.

Para la construcción del Portfolio de Rentas el Fideicomiso focalizará sus esfuerzos en las siguientes oportunidades:

- Inversión de oficinas situadas en World Trade Center Free Zone S.A.;
- Inversión de Oficinas Categoría A y A+;
- Inversión en Centro Logísticos;
- Inversión de oficinas situadas en otras Zonas Francas;
- Inversión en Centros Comerciales;

- Inversión en Locales Comerciales;
- Inversión en inmuebles destinados a la Renta Multifamilia;
- Oportunidades de inversión en Renta Corporativa bajo el formato “Sale & Lease back” y “Built to suit”.

El fundamento económico de invertir en oficinas en Zonas Francas y en el proyecto ancla en particular reside en un crecimiento esperado en la explotación de servicios a través de Zonas Francas, siguiendo la tendencia de los últimos 15 años, sumado a los beneficios impositivos que disfruta. Dentro de las Zonas Francas de servicios se destaca la de World Trade Center, siendo la primera torre de oficinas con certificación LEED (sigla de Leadership in Energy & Environmental Design) en el Uruguay. Con más de 150 empresas instaladas y una ocupación del 100% posee un sólido flujo de ingresos. Actualmente la sociedad (WTC Free Zone S.A.) es dueña de un complejo de dos torres de oficinas: Torre 1 de 16.886 m2 arrendables y Torre 2 con 16.800 m2 arrendables.

Reguladas bajo la Ley 15.291 el objetivo de las zonas francas es el de incentivar las inversiones, expandir las exportaciones, utilizar mayor cantidad de mano de obra nacional y promover la integración económica internacional. Dentro de las zonas francas se pueden desarrollar todo tipo de actividades comerciales, industriales y de servicios. Al radicarse en una zona franca, las empresas gozan de diversos beneficios fiscales e impositivos tales como la exoneración fiscal total de todos los impuestos “creados o a crearse”, incluyendo impuestos aduaneros e impuestos derivados por renta, patrimonio e IVA. Otra ventaja es la garantía legal para la libre repatriación de capitales y utilidades.

Para la generación de estas oportunidades de inversión el Administrador podrá firmar opciones de compra y venta a favor del Fideicomiso. Respecto a los proyectos de desarrollo inmobiliario, se encuentran limitados al 40% del total del Fondo. Éstos presentan un mayor riesgo relativo hasta la terminación del proyecto y exhibe riesgo de construcción, lo que deriva en una mayor incertidumbre en la generación de flujos, sin embargo en la mayoría de los proyectos que participa actualmente el FF los desembolsos de capital se realizan una vez que se finalizan las construcciones.

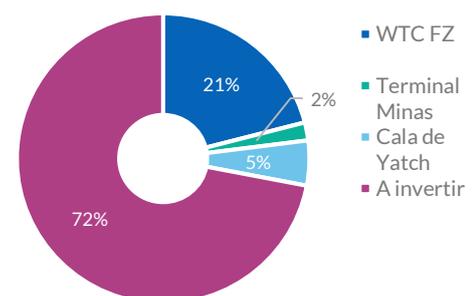
Los criterios de inversión del Fideicomiso son:

- Se podrá invertir hasta un 100% del Fondo en oficinas comerciales A o A+;
- Se podrá invertir hasta un 100% del Fondo en una participación accionaria del World Trade Center Free Zone;
- Se podrá invertir hasta un 30% del Fondo en Centros de Distribución y locales industriales;
- Se podrá adquirir hasta un 30% en participaciones en Centros Comerciales;
- Se podrá invertir hasta un 40% en desarrollos inmobiliarios;
- Se podrá invertir hasta un 20% del Fondo en terrenos siempre que posean al momento de la adquisición un proyecto a desarrollarse antes de los 36 meses;
- Se podrá invertir en equipamiento de oficinas hasta un 10% del Fondo siempre que dichos activos integren el Fideicomiso

No se podrá invertir en oficinas de calidad inferior a Categoría A y Categoría A+, ni más del 35% en un mismo inmueble por fuera del activo ancla propuesto por el Promotor. Tampoco se podrá invertir más de un 30% en inmuebles ocupados por un mismo inquilino ni invertir más de un 50% en inmuebles cuyos ingresos provengan de un mismo sector económico. El límite máximo de exposición a activos de desarrollo es del 40%.

Estos criterios de diversificación no serán de aplicación durante el periodo de construcción del portfolio ni durante el proceso de futura desinversión. Las inversiones del Fondo estarán expuestas al negocio inmobiliario en Uruguay bajo un formato de retorno variable.

Gráfico #1: Activos elegibles



Fuente: Grelana

Análisis de la Cartera de Inversiones

Se destaca que el tipo de activos a ser incorporado vinculado al desarrollo inmobiliario, limitado al 40%, presenta un riesgo relativo más alto respecto a activos con flujos existentes, mitigado por la experiencia del Administrador y su acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder. No obstante, dada la limitación del 40%, el Fondo presenta un menor riesgo relativo a Fondos que son completamente de Desarrollo.

Los activos a ser incorporados si bien pueden ser ilíquidos o de menor liquidez relativa, no se evidenciaría problemas de liquidez para el Fideicomiso dado que es de carácter Cerrado y no hay ventanas de liquidez en el corto plazo. En tanto, una vez suscriptos para los inversores, la liquidez de las cuotas partes dependerá de la oferta y demanda en el mercado secundario.

Respecto a la diversificación, se espera que la misma sea adecuada, incluso en el caso de que el 100% sea invertido en el Proyecto Ancla, dada la atomización de los tenants. En tanto, no se podrá invertir más de un 30% en inmuebles ocupados por un mismo inquilino ni invertir más de un 50% en inmuebles cuyos ingresos provengan de un mismo sector económico. Tampoco se podrá invertir más del 35% en un mismo inmueble por fuera del activo ancla propuesto por el Promotor.

A la fecha de análisis, el portfolio se encuentra conformado en un 93% por producto terminado (USD 15,9 MM WTC Free Zone - el Activo Ancla - y USD 976 mil Carwol S.A.) y 7% desarrollos (USD 1,2 MM Terminal Minas Shopping y USD 20 mil Cala Torre I). Respecto al WTC Free Zone se destaca que el complejo, cuya Torre 2 fue recientemente inaugurada posee una ocupación superior al 80% (mientras que la Torre I se encuentra plenamente ocupada), con una buena atomización por sector entre sus 160 tenants donde ninguno representa más del 10% de los ingresos (los primeros 10 concentran el 36% considerando la ocupación de ambas torres).

Desde su lanzamiento hasta la emisión del presente informe, el Fiduciario avanzó con la adquisición del 12,05% de WTC FZ a Altern Investments LP, estructurada en 2 tramos: a) el 28/09/21 se incorporó al Fideicomiso un 11,73% de las acciones de WTC FZ; y 2) con fecha 14/12/21 se completó la transferencia de las acciones restantes. A fin de llevar a cabo la operación, se requirió valuaciones técnicas de importantes firmas de expertise (Grant Thornton y Exante) e informes de *due diligence* (KPMG y Estudio Guyer & Regules). El avance de la pandemia no tuvo repercusión significativa en los ingresos de WTC FZ S.A., y si bien regulatoriamente (mediante la Ley de Teletrabajo) se posibilitó laborar hasta un 40% del tiempo en forma remota conservando los beneficios de la Zona Franca esto no interrumpió el crecimiento ocupacional de las oficinas.

Por otra parte, y derivado de la operación precedente, el Fideicomiso obtuvo una opción de compra gratuita e irrevocable, la cual ha sido ejercida, por el 12,05% del capital integrado de Carwol S.A. (entidad que nuclea 3 empresas que prestan servicios de tecnología a WTC FZ).

Con fecha 22/02/22 el FF firmó un Acuerdo de Aporte de Capital y de Accionistas con Manfely S.A. mediante el cual se obliga a realizar aportes de capital para financiar el proyecto Terminal Minas, siendo que en ningún caso tendrá la obligación de aportar una suma superior a los USD 1.196.949. A la fecha de emisión del presente informe, se habían realizado aportes por un total de USD 1,2 millones (en 3 etapas).

Por último, en julio 2022 el FF firmó un Acuerdo de Aporte de Capital y de Accionistas con LBD LTD y LBD SAS mediante el cual se obliga a realizar aportes de capital para financiar el proyecto Cala de Yatch, siendo que en ningún caso tendrá la obligación de aportar una suma superior a los USD 4.100.000. El proyecto consta de una construcción a largo plazo de 5 torres de vivienda, una torre corporativa y un centro comercial. El FF firmo la compra de 20 apartamentos en la Torre I Cala Yatch a pagar terminada la construcción. El inicio de obras está pactado para el primer trimestre de 2023.

Estructura del Fondo

La estructura del Fondo es adecuada en relación a los activos que estarían en cartera. El plazo del Fideicomiso será de 16 años desde su creación, 3 años para el Período de Inversión (prorrogable por 2 años), 10 años para el período de Gestión y 3 años para el período de Liquidación. El plazo de 16 años en conjunto con un plazo de desinversión de 3 años se



considera adecuado para una correcta gestión del portafolio a través del ciclo. Adicionalmente, si bien pueden existir distribuciones de rendimiento, cuando se den las condiciones establecidas en los documentos legales, se destaca que no hay ventanas de salida anticipada que podrían afectar la madurez necesaria para la apreciación de capital así como la consistencia en los flujos y rentabilidad del fideicomiso. Como se mencionó anteriormente al menos el 60% del Fideicomiso corresponderá a activos de renta, mientras que los activos de desarrollo, de mayor riesgo relativo, se limitarán al 40%. Si bien no existen mitigantes establecidos o comprometidos como seguros de caución, lo que deriva en un mayor riesgo de construcción, los mismos serán realizados en conjunto con el Estudio Lecueder uno de los principales desarrolladores del Uruguay con extensa trayectoria.

Además, respecto a la estructura del Fideicomiso, el Fiduciario constituirá una cuenta de reserva para contingencias (Reserva para Contingencias), en la que se acreditarán contablemente las sumas equivalentes a las contingencias provisionadas por el Auditor del Fideicomiso en la contabilidad del Fideicomiso a fin de atender eventuales contingencias legales provenientes de los daños, perjuicios y otros conceptos en razón de reclamos y/o acciones judiciales.

Adicionalmente, cuando se proceda a la liquidación del Fideicomiso, el Fiduciario constituirá una cuenta de reserva de liquidación (Reserva de Liquidación) del Fideicomiso en la que se depositarán fondos procedentes del Patrimonio Neto del Fideicomiso, para hacer frente al pago de eventuales contingencias fiscales o de otro tipo que recaigan sobre el Fideicomiso, devengadas hasta su liquidación, si las hubiere o pudiere haberlas y que fueran determinadas o determinables a la fecha de su liquidación o extinción, y siempre que exista duda razonable sobre la existencia de dichas contingencias debido a la interpretación conflictiva de normas particulares al respecto. Esta Reserva de Liquidación del Fideicomiso permanecerá depositada en una cuenta especial abierta por el Fiduciario hasta que exista opinión favorable de un asesor independiente que exprese razonablemente que no existirá contingencia y por tanto obligación de pagar la misma.

Evaluación del Endeudamiento

El Fideicomiso podrá incurrir en Endeudamiento hasta por un máximo de 30% del Patrimonio Neto Ajustado del Fideicomiso según los últimos Estados Contables disponibles más las integraciones de Certificados de Participaciones pendientes de realización, en cuyo caso el Fideicomiso podrá otorgar garantías por tal endeudamiento hasta por un monto máximo de 2 veces dicho endeudamiento, salvo excepciones aprobadas por el Comité de Vigilancia. Este endeudamiento tendrá como único objetivo optimizar la rentabilidad del Fideicomiso, facilitar la operatividad de las transacciones o cubrir eventuales contingencias legales y fiscales. Corresponde al Comité de Inversiones fijar para cada caso concreto, las condiciones del endeudamiento (tasas de interés, origen y destino de la deuda, cronograma de pagos), así como las garantías a otorgarse siempre que estén dentro de los límites especificados en dicha cláusula. Los citados endeudamientos así como sus condiciones, incluyendo las garantías a otorgarse, deberán ser aprobadas previamente por el Comité de Vigilancia y luego se comunicarán al Fiduciario.

Asimismo, se destaca que el Fideicomiso podrá tener un apalancamiento indirecto a través de la deuda que posean las Sociedades donde el Fideicomiso obtenga una participación. En el caso de WTC Free Zone presenta un endeudamiento con el sistema financiero que asciende a USD 16,3 millones a 12 años y una tasa fija del 4,95% anual, mientras que Lusico (compañía que forma parte del grupo de Carwol S.A.).

Evaluación del Desempeño Financiero

El desempeño del Fideicomiso no fue analizado dado que se encuentra en período de inversión (establecido en 3 años desde el inicio, pudiendo ser prorrogado por 2 años adicionales). Sin embargo cabe destacar que el FF percibió ingresos por distribución de dividendos de acuerdo con su participación en WTF FZ.

Análisis Operacional

FIX considera que el Fideicomiso presenta buenos mecanismos de control. Los mismos son llevados a cabo tanto por el Fiduciario como por el Comité de Vigilancia.

El Fiduciario es TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. TMF Group es un proveedor global de servicios de negocio para clientes que operan e invierten globalmente. TMF Group opera más de 125 oficinas en más de 83 jurisdicciones y emplea a más de 7.000 expertos contables, abogados, secretarios corporativos y profesionales de recursos humanos, entre otros.

TMF Group ha estado operando en Uruguay desde el 2006, aunque su participación de mercado es inferior a otros mercados como en Argentina donde es uno de los líderes. Un punto que se destaca del Fiduciario además de su presencia global y estándares internacionales, es su independencia al no estar vinculado a ninguna institución financiera, legal, tributaria o contable.

FIX considera que son adecuadas las políticas para mitigar eventuales conflictos de interés.

En caso que determinada inversión de los recursos del Fideicomiso involucre un supuesto de conflicto de interés, entre el Administrador, las Personas Vinculadas y la contraparte de la inversión, dicha situación de conflicto deberá ser puesta en conocimiento del Comité de Vigilancia y del Fiduciario y se deberá contar con un dictamen favorable del Comité de Vigilancia.

El Comité de Vigilancia estará conformado por una persona jurídica o por hasta 3 personas físicas elegidas por Titulares que representen una Mayoría Especial. En ningún caso podrán ser miembros del Comité de Vigilancia el valuador independiente ni los técnicos calificadores de la calificadora de riesgo que emita el dictamen de calificación de los CPs. El mismo debe velar por el cumplimiento del Administrador y del Fiduciario respecto a lo establecido en el contrato del fideicomiso. Actúa como un elemento de control en favor de los titulares de los títulos y de esta forma contribuye a evitar conflictos de interés. Mediante Acta de Asamblea de los Titulares de Certificados de Participación, de fecha 12/11/21, se ha decidido asignar al Cr. Daniel Porcaro como único miembro del Comité de Vigilancia, un profesional con amplia experiencia en el sector inmobiliario de Uruguay.

El Administrador se obliga a no realizar durante la vigencia del Período de Inversión tareas de administrador de un fideicomiso financiero de oferta pública en Uruguay con una política de inversión similar a la del Fideicomiso, sin la autorización previa y expresa de los Titulares. Sin perjuicio de lo anterior, el Administrador podrá ser administrador de un fondo, fideicomiso o estructura jurídica similar local o del exterior, de oferta privada con una política de inversión similar a la del Fideicomiso. Dicho fondo, fideicomiso o estructura similar podrá coinvertir en Proyectos con el Fideicomiso, bastando para ello la comunicación al Comité de Vigilancia. No serán de aplicación las disposiciones mencionadas en los casos de inversiones en Proyectos en los que participe el Sr. Carlos Alberto Lecueder o el Estudio Luis E. Lecueder (o cualquier sociedad controlante, controlada, vinculada o control común a ellos), ya sea como administrador, estructurador, inversor o cualquier otra posición, siendo de aplicación lo previsto en el Acuerdo de Colaboración. En dichos casos, el Sr. Carlos Alberto Lecueder (o su suplente) no participará en el Comité de Inversiones que adopte la decisión de inversión en el Proyecto de que se trate y se comunicará al Comité de Vigilancia de la situación. Asimismo, no serán de aplicación lo mencionado en las cláusulas dentro del portafolio de inicio así como tampoco en los casos de coinversión del Administrador.

Los Activos y Pasivos del Fideicomiso se valuarán de acuerdo a las normas contables adecuadas ("NIIF") y a las normas que al respecto dicte el BCU.

En tanto, el auditor del Fideicomiso es Auren S.C.

Determinación de la Calificación

La calificación responde principalmente a la calidad del Administrador, Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales) y contempla a su vez el acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder para tener prioridad en el desarrollo de proyectos y quien es uno de los principales desarrolladores del país. Además, considera que el Fideicomiso estará invertido mayormente en inversiones de renta, limitando las inversiones de desarrollo, de mayor riesgo relativo, al 40% del Fideicomiso. Contempla iniciar como inversión "Ancla" la compra de una participación minoritaria de World Trade Center Free Zone S.A., donde a partir de su trayectoria, ubicación

estratégica, características de Zona Franca y contratos vigentes se estima baja vacancia, buena generación de fondos y una buena atomización por tenant y/o de elevada calidad crediticia.

Anexo I - Dictamen

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO)

El consejo de calificación de FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. –en adelante FIX– reunido el 16 de diciembre de 2022, decidió confirmar la calificación **FI2(uy) Perspectiva Estable** al Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO).

FI2(uy): Fondos que demuestran, en la opinión de FIX, altos estándares para cumplir en el largo plazo con los objetivos de inversión del Fondo, considerando la capacidad de gestión de la Administradora y las características del Fondo.

La calificación aplica a los términos y condiciones estipulados en el prospecto de emisión y Contrato del Fideicomiso. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con los documentos legales de la transacción.

La calificación responde principalmente a la calidad del Administrador, Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales) y contempla a su vez el acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder para tener prioridad en el desarrollo de proyectos y quien es uno de los principales desarrolladores del país. Además, considera que el Fideicomiso estará invertido mayormente en inversiones de renta, limitando las inversiones de desarrollo, de mayor riesgo relativo, al 40% del Fideicomiso.

Fuentes de información

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente.

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado, entre ellas:

- Prospecto de Emisión, disponible en www.bcu.gub.uy
- Documento de emisión, disponible en www.bcu.gub.uy
- Estados Financieros Anuales (último 31.12.2021), disponible en www.bcu.gub.uy
- Estados Financieros Intermedios (último 30.09.2022), disponible en www.bcu.gub.uy

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Anexo II - Glosario

- Track Record: Historia Significativa o trayectoria.
- Tenant: inquilino.
- Real Estate: Bienes Raíces
- Capital Markets: Mercado de Capitales
- Wealth Management: Gestión de patrimonios.
- Management: Administración/Gerencia
- Due Diligence: diligencia debida.
- Research: estudios o investigación de mercado.
- Cap Rate: Ingresos operativos netos (o brutos) en relación al valor del inmueble o inversión
- Landbanking: banco de tierras.
- Sales & Lease Back: venta y Leasing posterior de ese mismo activo.
- Built to suit: construido a medida de las necesidades de un tenant o inquilino.
- Capital Calls: Ventanas de integración de capital en línea con los compromisos asumidos por los inversores.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR SA (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.