

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

## ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES

*Montevideo, abril de 2023*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL PAPEL
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA  
PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES  
26 - abril - 2023**

<b>Obligaciones Negociables por</b>	USD 40.000.000 de (dólares americanos)
<b>Fecha de emisión:</b>	diciembre 2021
<b>Amortizaciones:</b>	Anual a partir del quinto año
<b>Interés:</b>	Anual y lineal de 5,75%, pagaderos semestralmente desde la fecha de emisión
<b>Emisor:</b>	La Tahona Inversiones S.A
<b>Garantía:</b>	Fianza solidaria de Runtuna S.A y Fideicomiso de Garantía Tahona constituido por inmuebles, créditos por cobrar y efectivo. El Fiduciario es Trust Management BKZR SAS
<b>Entidad Representante y Registrante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo
<b>Plazo:</b>	10 años
<b>Valor Nominal:</b>	USD 1.000
<b>Comité de Calificación:</b>	Santiago Rego, Martin Durán y Julio Preve
<b>Asesor jurídico:</b>	Dr. Leandro Rama
<b>Calificación de riesgo:</b>	BBB.uy <sup>1</sup>
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de noviembre de 2023
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Títulos emitidos por Empresas

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

## Resumen General

***CARE ha calificado las Obligaciones Negociables de oferta pública de La Tahona Inversiones, manteniendo la nota 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 cuyas principales conclusiones se resumen en la Sección II y fue adjuntado a la calificación original. En este sentido, la estructura jurídica prevista se juzga adecuada para cumplir sus cometidos y la emisión cumple con un apropiado grado de cobertura.
- Se evalúa positivamente los antecedentes de la empresa (La Tahona Inversiones) en el marco del grupo al que pertenece (Tahona-Runtuna SA), la cual ofrece el conocimiento y la experiencia necesaria en el sector y el negocio para el correcto desarrollo del proyecto. En este sentido, el modelo de desarrollo replica el de emprendimientos anteriores.
- Se evalúa positivamente el atractivo del proyecto de cara al público objetivo al que se dirige. En este sentido, la zona y las características físicas del proyecto se amalgaman correctamente con la demanda por este tipo de productos y permite explotar un nicho de mercado en expansión como lo son los Barrios Privados. El producto ofrecido por LTI ya ha sido validado por el mercado y se ha comercializado parte de la primera etapa y segunda.
- La emisión de Obligaciones Negociables alcanza 40 millones de dólares con un plazo de diez años. Estas ONs pagarán semestralmente un interés lineal anual de 5,75% y serán amortizadas en seis años consecutivos a partir del quinto año con una cadencia anual de 10% el primer año, 15% los siguientes dos años y 20% los restantes tres años.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el obligacionista soporta una serie de escenarios de estrés a los que la calificadora sometió al proyecto. CARE realizó distintas simulaciones sobre las principales variables del proyecto (metros cuadrados vendidos y su precio). Los resultados obtenidos fueron satisfactorios en tanto en opinión de CARE, el emisor podría afrontar el pago de estas obligaciones bajo los escenarios evaluados. Los primeros lotes se pactan a un precio superior al previsto originalmente.
- Adicionalmente, existen dos elementos que mitigan parcialmente los riesgos de repago de las obligaciones contraídas por el Administrador. Por una parte, la emisión implica la creación de un Fideicomiso de Garantía que debe tener las coberturas necesarias para hacer frente a las obligaciones previstas en las Obligaciones Negociables (para lo cual el Fideicomiso tendrá tierras, derechos a cobrar y efectivo). A diciembre de 2022, este Fideicomiso de garantía detenta tierras y efectivo que cubren ampliamente el valor de la emisión de ONs. Paralelamente, Runtuna SA es fiador solidario de La Tahona Inversiones, respaldando financieramente a ésta.

- Luego de la crisis sanitaria el sector inmobiliario retomó el dinamismo, incrementando la transaccionalidad 2022. Además de la recuperación propia luego de la crisis, este escenario se beneficia de la apreciación real del peso y un aumento del crédito hipotecario.
- El mercado de Barrios Privados es un nicho de mercado que se encuentra en expansión y con preferencias por desarrollos en la zona Este de Montevideo y Canelones. El producto ha sido testeado exitosamente en el mercado a través de la comercialización de los primeros lotes (dos etapas). Incluso, la crisis sanitaria de 2020-21 podría haber implicado un impulso al crecimiento de este tipo de soluciones de vivienda que prioriza el espacio, el paisaje y la creación de centros de servicios propios, tendencia que se ha consolidado en los últimos dos años. Es de notar que en los últimos meses se han lanzado varios emprendimientos de este tenor en la zona cercana al proyecto liderado por LTI, en línea con el plan de desarrollo previsto para esa zona.
- En lo que respecta a las políticas públicas sectoriales, por el momento no cabría esperar intervenciones negativas por parte de las autoridades. A nivel municipal, se aprecia un interés por desarrollar y ordenar el crecimiento de estas urbanizaciones a través de normativa territorial y planes de ordenamiento específicos que no se espera tengan modificaciones en detrimento del proyecto, sino que por el contrario favorecen la creación de centralidades en zonas aledañas.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para realizar la calificación de riesgo de las obligaciones negociables emitidas por La Tahona Inversiones

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 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 la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y tasa de interés. El riesgo del inversionista es pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más un interés. En efecto, se trata de una emisión de obligaciones negociables con tasa de interés fija del 5,75% anual a pagar con una frecuencia semestral y amortizaciones que comienzan a partir del quinto año.

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

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de noviembre de 2023. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

### 2. Antecedentes generales

- El objetivo de la emisión es obtener financiamiento para desarrollar los barrios privados Cavas I, II y III, a desarrollarse en la zona de Camino de los Horneros, siguiendo el modelo de desarrollo característico del Grupo Tahona. Este implica transformar padrones rurales en barrios privados, con amplios servicios y amenidades para un nicho de mercado de hogares de ingresos altos y muy altos. El modelo de desarrollo implica la venta secuencial de terrenos de forma de capturar la plusvalía generada mediante el desarrollo urbanístico y los servicios asociados.

- Se emiten ONs por USD 40 millones, con un plazo de 10 años. Las ONs pagarán un interés anual de 5,75% sobre saldos y se amortizarán a partir del año 5°, con una cadencia de 10%, 15%, 15%, 20%, 20% y 20% del monto emitido originalmente, en ese orden. El emisor podrá rescatar anticipadamente las obligaciones negociables de forma parcial o total, de acuerdo a lo establecido en los términos y condiciones de la emisión.
- La emisión de ONs se acompaña de la creación de un Fideicomiso de Garantía, cuyo Fiduciario es BKZR Trust Management y tiene por objetivo garantizar el flujo de fondos comprometido con los obligacionistas. Como fue mencionado, esta garantía es reforzada con la fianza solidaria a la cual se compromete Runtuna S.A. Estos puntos quedan recogidos en la sección III.
- Si bien La Tahona Inversiones es una sociedad nueva, y el vehículo en esta estructura típica de un Project Finance, forma parte del Grupo Tahona que ha desarrollado varios emprendimientos en la zona y cuenta con amplia experiencia y desarrollo de marca en la creación de barrios privados y clubes de campo. Sobre este valor agregado y la experiencia acumulada, se asientan las bases para la creación de este nuevo emprendimiento. Este a su vez se beneficia de las disposiciones del MVOT y los planes de ordenamiento territorial a nivel municipal, en especial el Plan Camino de los Horneros que prevé el desarrollo de barrios privados en la zona.
- La cadencia de ventas prevista y los precios estimados se juzgan adecuados y soportan distintas sensibilidades a las cuales CARE sometió el flujo de fondos. Es importante notar que los precios previstos en este proyecto son menores que los relevados en otros desarrollos del grupo Tahona y otros competidores en la zona de Carrasco. A su vez, los precios a los cuales se comercializaron los lotes en la primera etapa superan los previstos en el modelo de negocios original.
- Los desarrollos previstos tendrán características similares a los realizados en otros emprendimientos del Grupo Tahona. Esto es, padrones de 1.000 m<sup>2</sup> con amenities y servicios generales (alumbrado, seguridad, paisaje, ecosistema, entre otros). Si bien no forma parte del proyecto original, se abre la posibilidad de que uno de los barrios admita unidades de propiedad horizontal siguiendo el modelo desarrollado con anterioridad.
- Los barrios privados han tenido un notable desarrollo en los últimos años y atienden un público específico, con características socioeconómicas particulares que tienen mayor resiliencia a eventos económicos agudos como la crisis sanitaria y sus consecuencias económicas. Incluso, este fenómeno y las nuevas formas de habitar podrían constituir una oportunidad para que el público objetivo se vuelque hacia estas opciones de vivienda. El desarrollo del eje Camino de los Horneros, el Plan de ordenamiento territorial municipal y el atractivo de la zona, denotan un creciente interés por el desarrollo inmobiliario en la zona de influencia del proyecto. Reflejo de esto es el incremento de la oferta de este tipo de emprendimientos en la zona de influencia del Proyecto Cavas. Las políticas públicas parecen apuntalar o no interferir negativamente en el desarrollo de estos emprendimientos. En tanto en Montevideo no están permitidos los barrios privados y la tierra disponible es relativamente más escasa, existe una oportunidad en el desarrollo de barrios privados en el eje entre Montevideo y Canelones.

### 3. Hechos salientes del período

- Al 31/12/2022 BKZR en calidad de Fiduciario del Fideicomiso de Garantía informa que este tiene tierras y efectivo por más de USD 56 millones, cubriendo ampliamente el valor total de la emisión (USD 40 millones). El valor de las tierras cedidas supera los USD 64 millones, según tasaciones vigentes, el cual se toma al 85% de su valor de mercado al ingresar como garantía de la emisión.
- A diciembre de 2022 se registran operaciones en todos los proyectos (Cavas I, II y III) con distinto grado de avance, restando 122 operaciones por escriturar por un monto total de más de USD 12 millones.
- También se informa sobre la venta de dos lotes por más 60 mil m2 a partes relacionadas, por un cambio de estrategia en estos terrenos. El monto total de la venta alcanza USD 6,9 millones. Esto se recoge con más detalle en el capítulo III.

### 4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de La Tahona Inversiones al 31/12/2022
- Informe de Ventas al 31/12/2022
- Cuentas por Cobrar LTI al 31/12/2022
- Stock de unidades y precios vigentes al 31/12/2022
- Informe sobre Fideicomiso de Garantía Tahona realizado por BKZR Trust Management al 31/12/2022
- Estados Contables de Runtuna al 31/12/2022
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a febrero de 2023 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria, contratada para CARE.
- “Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”; marzo de 2023. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- “La expansión de los Barrios Privados en Uruguay”, última edición. setiembre de 2019. Informe del MVOTMA.
- Calificación original y actualizaciones



## II. EL PAPEL

Se ofrecen en oferta pública obligaciones negociables de La Tahona Inversiones, no convertibles en acciones. Adicionalmente se crea un Fideicomiso de Garantía administrado por Trust Management BKZR quien será el fiduciario y velará por el cumplimiento de las razones establecidas en los documentos de emisión. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados previamente se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

**Denominación:** Obligaciones Negociables de Oferta Pública No Convertibles en Acciones de La Tahona Inversiones

**Emisor:** La Tahona Inversiones

**Fiduciario (Fideicomiso de Garantía Tahona):** Trust Management BKZR

**Entidad Representante y Registrante:** Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

**Títulos a emitirse:** Obligaciones Negociables

**Activos:** Bienes inmuebles, Créditos por cobrar y fondos líquidos mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso de garantía.

**Moneda:** Dólar billete

**Importe de la Emisión:** USD 40 millones

**Pagos:** Semestrales con interés de 5,75% anual. Amortización en los últimos 6 años, según procedimiento establecido en el contrato.

**Plazo:** 10 años

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

**Calificación de Riesgo:** BBB.uy

### 2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas completo se incluyó como anexo al final de la calificación original. A continuación, se detallan los principales aspectos y conclusiones que allí se contienen.

Después de haber analizado y relevado la información jurídica y contractual vinculada a la emisión de Obligaciones Negociables de La Tahona Inversiones, la información de la propia empresa y el holding del cual es parte, los contratos entre las partes involucradas en la emisión, entre otra información relevante, el informe jurídico señala que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales. En especial, señala que la estructura de financiamiento tiene características de un Project Finance a través de la creación de una empresa vehículo cuyo único objetivo es el de llevar adelante un proyecto productivo mediante el cual se generen los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones contraídas con los agentes que lo financiaron. En este sentido, el informe señala que: **“la estructura jurídica luce adecuada para cumplir su finalidad intrínseca y no se aprecian obstáculos insalvables para el cumplimiento puntual y total de los valores a emitirse.”**

En relación a los términos y condiciones de la emisión, se trata de una emisión de hasta USD 40.000.000 con un interés base de 5,75% lineal anual, un interés por mora de 3% que se adiciona al interés base y un período de amortización que cubre los años 5 al 10 desde la emisión, con una cadencia de 10% el quinto año, 15% los siguientes dos y por último 20% los últimos tres años. Los criterios de cancelación o rescate se encuentran adecuadamente establecidos. Por último, las características específicas del programa de Emisión (metodología, tramos de la Suscripción e Integración), se replican en lo medular las normas y recomendaciones bancocentralistas para este tipo de emisiones.

Por último, y vinculado a lo anterior, se destacan los principales elementos que refieren a las garantías que existen sobre la emisión. Por un lado, se crea un Fideicomiso de Garantía que cumple con las exigencias normativas, que contará con bienes, derechos y efectivo para hacer frente a los pagos relacionados a la emisión. La relación entre el Patrimonio Fiduciario y el saldo adeudado por Capital Adeudado es uno a uno. Sin embargo, dentro del Patrimonio Fiduciario, los inmuebles se tomarán al 85% del valor de tasación; los créditos cedidos se considerarán al 90% de su valor nominal siempre que el tercero adquirente no haya dejado de pagar 3 cuotas consecutivas; los Fondos Líquidos se tomarán siempre al 100% de su valor; Estos elementos se juzgan claves **“para garantizar la satisfacción puntual y total del crédito de los obligacionistas beneficiarios”**

Al punto anterior, se agrega el rol de la fianza solidaria provista por RUNTUNA S.A, la cual es sin dudas un refuerzo de garantía importante para el derecho de crédito de los obligacionistas. Tal como se describe en el Informe Jurídico, esa garantía se añade al Fideicomiso que viene de comentarse y tiene singular importancia ya que el fiador de la operación es la empresa principal RUNTUNA S.A. En efecto, se constituye en fiadora solidaria e indivisible, lisa y llana pagadora de cualquier obligación presente o futura que por las Obligaciones Negociables asuma LA TAHONA INVERSIONES S.A. de acuerdo a lo previsto en el Documento de Emisión de las Obligaciones Negociables y el Prospecto Informativo elaborado al respecto, frente a los Obligacionistas, incluidos pero no limitados al pago de capital, intereses, multas, daños y perjuicios, costas y costos y demás conceptos derivados directa o indirectamente del incumplimiento de cualquier disposición incluida en los términos de la emisión de las Obligaciones Negociables. Además, renuncia a los beneficios de excusión y división y a condicionar su obligación a la intimación judicial al Emisor<sup>2</sup>.

<sup>2</sup>. Artículo 2121 del Código Civil. *“Aunque el fiador no sea reconvenido, podrá requerir al acreedor, desde que sea exigible la deuda, para que proceda contra el deudor principal; y si el acreedor no lo hiciera, el fiador no será responsable por la insolvencia del deudor sobrevinida durante el retardo”.*

Antes de concluir, y también vinculado a las situaciones de incumplimiento, es relevante analizar las situaciones referidas a potenciales conflictos de interés entre la entidad representante y el Fiduciario del Fideicomiso de Garantía. En particular el informe destaca que **“Se establece de forma expresa que en el caso que en el orden del día se encuentre la posibilidad de votar la Exigibilidad Anticipada de las ONs la BVM en su calidad de Entidad Representante no podrá asesorarse a partir de ese momento en adelante con ningún profesional del estudio Bado, Kuster, Zerbino & Rachetti”**.

Esto luce redactado en los Términos y Condiciones de la Emisión (Prospecto), en el punto 16.2 del Documento de Emisión y cláusula 8 del Contrato de Entidad Representante; lo cual es otra fortaleza de la estructura en un escenario contencioso subyacente en toda hipótesis de incumplimiento.

En suma, el informe de contingencias jurídicas concluye que **“la emisión proyectada cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales que sugieran el incumplimiento insubsanable en el pago total y puntual de los Valores.”**

### Riesgos considerados

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

**Riesgo por iliquidez.** Las obligaciones negociables se han diseñado para ser líquidas. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. *El riesgo es bajo.*

**Riesgo jurídico del sistema de garantías.** La estructura de la emisión y el papel detalla las garantías que tiene la emisión, destacándose el Fideicomiso de Garantía administrado por un fiduciario con experiencia y sus características y la fianza solidaria de Runtuna S.A ante eventuales impagos de LTI. *Se considera un riesgo muy bajo*

## III. LA ADMINISTRACIÓN

### Naturaleza Jurídica

El Emisor es una sociedad anónima debidamente constituida bajo las leyes de la República Oriental del Uruguay que se dedica a la inversión en proyectos inmobiliarios. Se trata de La Tahona Inversiones S.A. (en adelante LTI) siendo el Sr. Ignacio Añon Barfod, el Presidente del Directorio y único accionista.

LTI es una sociedad uruguaya regida por la ley 16.060. Fue constituida con el nombre Madoret SA, pero con fecha 26 de octubre de 2020 la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas resolvió el cambio de nombre a La Tahona Inversiones SA. Dicho cambio ha sido aprobado por la Auditoría Interna de la Nación y publicado en el Diario Oficial con fecha 26 de marzo de 2021. La actividad principal de la empresa es la intermediación en compra, venta y arrendamiento de inmuebles.

Vale decir, se trata de una firma relativamente nueva y, en consecuencia, no registra aún antecedentes relevantes como para evaluar su calidad de emisor. Corresponde entonces realizar dicho análisis en base a los antecedentes de quienes respaldan al emisor, tanto por el personal clave que lo integra como por tratarse de fiador solidario de las obligaciones de LTI. En el futuro, en la medida que desarrolle sin contratiempos la actividad que nos ocupa, será este el principal elemento a considerar en su evaluación.

### Situación económica y financiera

En Asamblea de diciembre de 2020 se dispuso el cambio de fecha de cierre de ejercicio que era al 31 de enero y que a partir de entonces será el 31 de diciembre. El 17/12/2021 se procedió a la emisión de las Obligaciones Negociables por USD 40 millones (no convertibles en acciones) según condiciones que se describen en otra sección; sintéticamente se reiteran las más relevantes:

- se cancelará en un plazo máximo de 10 años, es decir, vencerá indefectiblemente el 17/12/2031;
- se amortizará en 6 cuotas anuales a partir del 17/12/2026 (5 años de gracia para capital);
- los intereses se pagarán en forma semestral comenzando desde la fecha de emisión y la tasa es del 5,75 % en dólares. Esto supone que durante el periodo de gracia (5 años) LTI deberá pagar USD 2.3 millones de intereses anuales.
- Se constituyó un Fideicomiso de Garantía

El capital social de la sociedad es de \$200 millones de los cuales al 31/12/2022 se han integrado \$87,5 millones (equivalentes a algo más de USD 2 millones). En el cuadro siguiente se presenta el cierre de su estado de situación al 31/12/2022 y su comparativo con cierres anteriores con la advertencia de que el ejercicio anterior fue de 11 meses.

**Cuadro 1: Estado de Situación LTI (miles de USD)**

Rubros	31-Dic-22	31-Dic-21	31-Ene-21
<b>Activo</b>	<b>67.536</b>	<b>64.848</b>	<b>9.118</b>
Activo Corriente	39.990	49.489	4.697
Activo no Corriente	27.546	15.359	4.420
<b>Pasivo</b>	<b>66.309</b>	<b>64.188</b>	<b>9.630</b>
Pasivo Corriente	24.401	11.933	2.630
Pasivo no Corriente	41.909	52.256	7.000
<b>Patrimonio</b>	<b>1.227</b>	<b>660</b>	<b>-512</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>67.536</b>	<b>64.848</b>	<b>9.118</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,64</b>	<b>4,15</b>	<b>1,79</b>

Fuente: EE.CC LTI SA

Parte de los activos, tal como se informa por parte del administrador del Fideicomiso de Garantía, se encuentran fideicomitidos.

En el cuadro siguiente se expone resumidamente el estado de resultados.

**Cuadro 2: Estado de Resultados LTI (miles de USD)**

Rubros	31-Dic-22	31-Dic-21	31-Ene-21
Ingresos operativos	6.910	-	-
Costo de Ventas	-3.500	0	0
<b>Resultado Bruto</b>	<b>3.410</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Gastos de adm y ventas	-710	-177	-304
Resultados diversos	835	-	-
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.534</b>		
Resultados financieros	-3.295	-579	-209
<b>Res. Antes de impuestos</b>	<b>239</b>	<b>-756</b>	<b>-513</b>
Impuesto a la renta	328	-72	-
<b>Resultado Neto</b>	<b>567</b>	<b>-828</b>	<b>-513</b>

Fuente: EE.CC LTI SA

Los ingresos operativos que figuran en el cuadro precedente responden casi íntegramente a la venta de dos padrones por USD 6,9 millones, previamente adquiridos a USD 3,5 millones, ambas transacciones entre partes relacionadas y explicada por un cambio en la estrategia de desarrollo de los padrones mencionados.

Se informa de 122 boletos de reserva firmados a fin del ejercicio 2022 por los cuales se recibieron USD 10.7 millones en concepto de adelantos (se registran como pasivo). Las ventas de lotes no se reflejan contablemente hasta que no se realicen las escrituras correspondientes.

De acuerdo a las condiciones de la emisión, rige el período de restricción en la distribución de dividendos. En tal sentido, la sociedad no podrá distribuir dividendos hasta el ejercicio 2023 inclusive y en los dos siguientes (2024 y 2025) no podrá hacerlo por un monto superior a USD 1,5 millones en cada uno de ellos.

#### Garantías

En garantía de cumplimiento se establecen en primer lugar una serie de “*covenants*”, que incluyen ratios financieros que tienden a sostener determinado nivel de solvencia que garantice en todo momento la capacidad de repago del emisor. Estos se pueden agrupar de la siguiente manera:

- la veda o limitación de nuevas inversiones, por parte del emisor, de las mismas características y durante la vigencia de la emisión.
- la prohibición de asociarse con su accionista directo, o con cualquiera de sus accionistas indirectos para realizar actividades comprendidas en el plan de negocios.
- las pautas para la distribución de dividendos y las exigencias de estados contables consolidados y auditados, donde claramente se limita el derecho de participación de los accionistas de la sociedad emisora en pos de sostener el ratio financiero favorable al obligacionista.
- La prohibición a LTI de enajenar sus acciones durante la vigencia de la emisión, en el entendido que dicha transferencia implique un cambio de control de la sociedad.
- Límite al otorgamiento de fianzas solidarias futuras por parte del emisor, entre otras

El no cumplimiento de los covenants configura lo que se denomina deterioro de solvencia material del emisor y es causal de caducidad anticipada, entre otras. En particular, debe tenerse en cuenta las restricciones a la distribución de dividendos según cumplimiento de ratios de liquidez y endeudamiento tal como se describen en el Documento de Emisión.

Asimismo, en el Documento de Emisión se establece la obligatoriedad del Emisor de abrir una **Cuenta Escrow** en el Banco Heritage en la que deberá depositar antes del día 15 de cada mes una sexta parte del siguiente vencimiento semestral, ya sea de intereses o capital, lo que deberá informar a la Entidad Representante (BVM). LTI remitió a CARE copia de dicha cuenta por el año 2022 y hasta el 18/4/2023, de su lectura se desprende que **se viene cumpliendo con la mencionada condición.**

Adicionalmente, se agregan otras dos garantías:

- **“Fideicomiso de Garantía Tahona”** constituido entre LTI en su calidad de Fideicomitente y Trust Management BKZR S.A.S en su calidad de Fiduciario. Esta última es una sociedad fiduciaria, constituida a los efectos de administrar patrimonios fiduciarios, y su legitimidad para participar en esta operación fue analizada en el informe jurídico que acompaña esta calificación y no mereció observación alguna.

El Contrato de Fideicomiso describe exhaustivamente todo lo concerniente al funcionamiento de este instrumento. Del contenido de este se destaca que el objeto y la razón de este Fideicomiso es garantizar durante su vigencia y en todo momento, que se realice la amortización del pago del capital y los intereses del Beneficiario como Titular de las ONs emitida a su favor.

Serán bienes fideicomitidos lo usual en estos casos, en particular: inmuebles, fondos líquidos (incluyendo el producto de la emisión), créditos por venta de inmuebles etc. En todo momento deberá existir una relación uno a uno entre el valor de los bienes fideicomitidos (conforme a determinados criterios que establecen, entre otros, que los inmuebles serán considerados al 85% de su valor de tasación y los créditos por cobrar al 90%) y el saldo adeudado por las

ON's emitidas. Los bienes fideicomitados pueden ser sustituidos siempre que se respete esta relación; de no ser así, será causal de cancelación anticipada de las ONs.

Llegado el caso, el Fiduciario tiene la obligación de ejecutar la garantía en favor de los Beneficiarios. Este Fideicomiso fue constituido el 16/7/2021. En nota del 13/4/2023 el Fiduciario informa sobre el estado de situación del Fideicomiso, un resumen del mismo se muestra en el cuadro siguiente.

**Cuadro 3: Situación Fideicomiso de Garantía (miles USD)**

Rubros	Valor actual	Valor a tomar	Total garantía	ON's	Cobertura
Efectivo y equivalentes	1.088	1	1.088		
Terrenos	64.635	0,85	54.940		
<b>Totales</b>	<b>65.723</b>		<b>56.028</b>	<b>40.000</b>	<b>140%</b>

Fuente: Trust Management BKZR SAS

En el cuadro precedente se muestra el efectivo o equivalente en el dominio fiduciario así como el valor de los terrenos los que, de acuerdo a las pautas establecidas en la garantía, se toman por el 85 % de su valor actual. Puede observarse que la relación de los bienes fideicomitados (tomados al valor indicado en las pautas indicadas) supera en un 40 % al valor de la emisión.

- **Fianza solidaria de parte de Runtuna SA<sup>3</sup>**

Como se decía líneas arriba, LTI es una firma recién constituida y por lo tanto carece de historial que respalde una operación de este tipo. Estos antecedentes hay que buscarlos en el grupo empresarial que respalda a este emisor, en este caso Runtuna SA que, además, en esta operación actuará como fiador solidario de las obligaciones asumidas por LTI.

En ocasión de la calificación original se hizo un exhaustivo análisis de la firma de forma tal de evaluar su capacidad operativa y patrimonial que incluye además su comportamiento ante operaciones financieras análogas a ésta que nos ocupa; dicha evaluación resultó satisfactoria por lo que se considera innecesario reiterarla en esta ocasión. Por otra parte, desde el punto de vista patrimonial, como se informa líneas arriba, LTI ha comenzado a adquirir los terrenos que conformaban el patrimonio principal de Runtuna SA.

No obstante, resulta pertinente hacer el seguimiento de la situación patrimonial de la empresa fiadora por su condición de tal y porque la misma está condicionada al cumplimiento previo de sus obligaciones financieras.

En el cuadro siguiente se expone resumidamente el estado de situación de Runtuna SA al cierre de 2022 y su comparativo con periodos anteriores. Se comprueba que Runtuna mantiene un patrimonio contable superior a 21 millones de dólares.

<sup>3</sup> . La presente fianza se encuentra sometida a la condición suspensiva de que el Fiador (Runtuna SA) cancele de forma total el pago del capital e intereses adeudados y haya cumplido con todas sus obligaciones según la emisión pública de las ON's convertibles en acciones que fueran emitidas por dicha sociedad el 10/07/2015, contemplando todas las modificaciones que la emisión pueda sufrir, sobre todo en lo que respecta a su plazo.

## Cuadro 4: Estado de Situación Runtuna SA (miles de USD)

Rubros	31-Dic-22	31-Dic-21	31-Dic-20
<b>Activo</b>	<b>57.800</b>	<b>63.419</b>	<b>59.669</b>
Activo Corriente	18.565	22.218	20.594
Activo no Corriente	39.235	41.201	39.075
<b>Pasivo</b>	<b>36.599</b>	<b>41.577</b>	<b>41.453</b>
Pasivo Corriente	11.297	17.613	9.940
Pasivo no Corriente	25.303	23.964	31.513
<b>Patrimonio</b>	<b>21.200</b>	<b>21.842</b>	<b>18.216</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>57.800</b>	<b>63.419</b>	<b>59.669</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,64</b>	<b>1,26</b>	<b>2,07</b>

Fuente: EE.CC Consolidados Runtuna SA

### Riesgos Considerados

El riesgo acá considerado es el riesgo que la empresa se mantenga en actividad con la solvencia necesaria para pagar sus obligaciones. Una vez más se aclara que los riesgos analizados refieren en general al grupo empresarial y no sólo específicamente a LTI.

**Gestión:** Como se ha señalado, se considera que LTI está ampliamente calificada para gestionar todos los aspectos que hacen al desarrollo del plan de negocios por cuanto se trata de hacer lo mismo que viene haciendo desde hace 30 años. Tampoco ofrece dificultades la capacidad de la Fiduciaria para cumplir con el cometido asignado de administración del Fideicomiso de Garantía. *Riesgo bajo.*

**Rentabilidad:** Más allá de los vaivenes típicos del sector, en el largo plazo (10 años) y en el acumulado, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es alta. *Riesgo bajo.*

**Solvencia:** La solvencia del emisor, en tanto empresa recién constituida no corresponde analizar aún en profundidad aunque no se advierten dificultades tras el primer cierre de ejercicio completo; otro tanto puede decirse de la empresa fiadora. *Riesgo bajo.*

**Liquidez:** Es quizás el aspecto más débil aunque propio de la actividad ya que se trata de comercializar inmuebles de alto valor en un plazo medio. Precisamente es lo que justifica la emisión, financiar el tiempo de espera. El grupo empresarial tiene mucho capital inmovilizado y a veces eso resiente la liquidez. Hasta ahora lo ha manejado sin mayores sobresaltos, demostrando entre otras cosas, buen relacionamiento con el sistema financiero. *Riesgo medio.*

**Endeudamiento:** Vinculado a lo anterior, los ratios analizados son adecuados. El mayor endeudamiento es de tipo financiero, la mejora de su perfil ha sido uno de los objetivos de esta emisión. *Riesgo bajo.*



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

### 1. Aspectos descriptivos del proyecto

De acuerdo con el documento de emisión y a los Términos y Condiciones de la emisión de las ONs de Tahona Inversiones, el objetivo de la emisión es obtener financiamiento para la urbanización de barrios privados en el eje Tahona, circundantes al Camino de los Horneros (Canelones), y la cancelación de pasivos previamente contraídos por la sociedad emisora de las obligaciones negociables. Como se comentó en la sección anterior, La Tahona Inversiones es una sociedad del grupo Tahona, creada en 2020 para llevar adelante el proyecto que se detalla a continuación y que es la razón por la cual se emite esta calificación. En lo que sigue se describen los principales elementos del proyecto y de la información disponible a la fecha de esta actualización que se juzga relevante para evaluar el riesgo de esta sección.

En línea con lo anterior, La Tahona Inversiones adquiere las tierras sobre las cuales se edificarán las urbanizaciones "Cavas" (I, II y III). Por lo anterior, los fondos recibidos a través de la emisión permitirán llevar a cabo el desarrollo inmobiliario de la zona, y esto permitirá la valorización de los activos que favorecerá el repago de los intereses y amortizaciones previstas en la emisión. Este es el modelo habitual de desarrollo del grupo Tahona a lo largo de los años.

Los detalles exhaustivos del proyecto fueron incluidos en la calificación original. Sin embargo, es de orden resaltar que el proyecto prevé transformar un área de 170 hectáreas en más de 800 mil m<sup>2</sup> comercializables, siguiendo el modelo tradicional de La Tahona de terrenos de aproximadamente 1.000 m<sup>2</sup>, a lo que se le suma la posibilidad de incorporar parte del área a edificaciones en propiedad horizontal. Esto por el momento no se ha plasmado en el proyecto a desarrollar, aunque se mantiene como una alternativa.

El producto inmobiliario desarrollado por LTI a través de esta emisión, se basa en la experiencia previa del grupo Tahona y ya ha sido validado por el público objetivo en todas sus características, con énfasis en la ubicación geográfica y los servicios ofrecidos. El público objetivo se caracteriza por hogares de ingresos altos, con alta proporción de extranjeros que trabajan en los centros de oficinas cercanos. A su vez, es de esperar un estándar de calidad similar al de emprendimientos anteriores, gracias a las sinergias en cuanto al conocimiento y marca del Grupo Tahona. La concreción de las primeras operaciones comerciales durante 2021-22 confirman lo anterior y se juzga positivamente en el marco de esta calificación.

A nivel comercial, el desarrollo del proyecto pauta que se han comercializado más de 120 lotes en el proyecto Cavas, por un valor superior a USD 12,7 millones. Según la información de ventas, en 2022 se realizaron 56 operaciones. Es de notar que casi la totalidad de los lotes vendidos firmaron boleto de reserva antes del cierre de 2022. La cobranza por las ventas supera USD 10,7 millones a diciembre de 2022, aunque como fue comentado en la sección III esto no se refleja totalmente en los EECC dado que los ingresos por ventas se registran al momento de la escrituración. Por otro lado, es de destacar que ya se han comercializado lotes de las tres etapas de CAVAS (I, II y III) y que la venta ha superado lo previsto originalmente a esta altura, tanto en cantidades como en precios.

En la calificación original se describieron, en detalle, los principales supuestos del modelo financiero, en especial a metros vendidos y su correspondiente precio. En particular, el Plan de Negocios contemplaba vender entre 100 y 120 mil m<sup>2</sup> de terrenos por año (10% del stock), lo cual se sobrecumplió en 2022. Lo mismo ocurre con el precio de venta, que se ubica por encima de los previsto en promedio. Estos elementos se juzgan de forma positiva para esta actualización, considerando la reciente emisión.

## 2. Evaluación de la inversión, riesgos y sensibilidad

El emprendimiento de La Tahona Inversiones implica un desarrollo inmobiliario que generará flujos por 10 años, lo que permitirá pagar los intereses asociados a las ONs emitidas. Este interés, tal como se comentó anteriormente es del 5,75% anual. A su vez, las ONs emitidas prevén el repago del principal a partir del quinto año. El flujo de fondos original fue evaluado en la calificación original, al tiempo que se realizaron distintos análisis de sensibilidad en base a los supuestos clave con el objetivo de evaluar el riesgo de repago de las obligaciones contenidas en la ONs. Los resultados de este análisis fueron satisfactorios y se incluyen en la calificación original.

Es importante notar que, al momento de evaluar la sensibilidad del flujo de fondos, este se tornaba negativo durante algunos años bajo un escenario de caída de precios del 20% respecto a lo previsto en el modelo de negocios original. Dado que los precios a los cuales se han comercializado los lotes de la primera etapa superan ampliamente los previstos originalmente, este riesgo no parece relevante por el momento. A esto se le agrega que el nivel de ventas también se juzga adecuado.

Por último, como se vió en la sección III, el Fideicomiso de Garantía administrado por BKZR Trust Management detenta las coberturas necesarias para hacer frente a las obligaciones previstas en las ONs. Actualmente tiene en su poder tierras y efectivo por un valor 40% superior al emitido. Lo mismo ocurre con otros elementos de gobernanza y covenants que se han cumplido adecuadamente.

**Riesgo de generación de flujos.** El producto ofrecido ya ha sido validado por el mercado, en tanto las características de los padrones serán similares a los pre-existentes este riesgo está mitigado. A su vez, el producto Cavas ha tenido buena aceptación, comercializándose una superficie algo superior a la prevista en el modelo de negocio original, y a un precio superior al previsto, robusteciendo el flujo de ingresos. *Este riesgo por tanto es bajo/medio.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Esto parece ser un riesgo menor en tanto las ONs y los pagos están nominados en dólares, misma moneda utilizada en las operaciones de compraventa de padrones. Sin embargo, las obras a desarrollar podrían estar denominados en pesos, en especial los componentes locales no transables (mano de obra), en tanto maquinaria e insumos estarían denominados en moneda extranjera. Los ingresos por venta están vinculados a hogares de alto y muy alto poder adquisitivo, generalmente más resilientes a contextos económicos desfavorables y la cobranza se mantiene firme. *Este riesgo por tanto es bajo/medio*

**Riesgo de viabilidad.** El proyecto será desarrollado por una empresa con amplia experiencia en la realización de emprendimientos de similares características, con una marca reconocida por el público objetivo. La infraestructura y servicios serán desarrollados por Runtuna quien ha realizado el resto de los proyectos Tahona. El proyecto se adecúa a la experiencia acumulada en este ámbito y se apalanca en el know how y marca del grupo. *Este riesgo por tanto es bajo*

## V. EL ENTORNO

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

La recuperación global post pandemia estuvo asociada a la apertura de actividades y al despliegue de significativos estímulos fiscales y monetarios. Estas últimas lograron paliar parcialmente los efectos negativos sobre la actividad económica del shock, y a su vez lograron configurar un escenario internacional benigno desde el punto de vista financiero<sup>4</sup>. No obstante, ello, la magnitud de estas políticas y la rápida recuperación de algunas economías sentaron las bases para un incremento generalizado del nivel de precios durante el último año, el cual derivó en una importante reconfiguración de las políticas monetarias a nivel global que se espera persista en 2023.

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

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

<sup>4</sup>. Al respecto, los elevados niveles de liquidez internacionales derivaron en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cerca de cero o incluso negativas-, un dólar que tendió a debilitarse a nivel mundial y el fortalecimiento de los precios de commodities impulsados por la rápida recuperación de los gigantes asiáticos, particularmente China e India. Este conjunto de factores apuntó a la recuperación de las economías emergentes, especialmente en el corto plazo.

## Gráficos 1 y 2 – Dollar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas

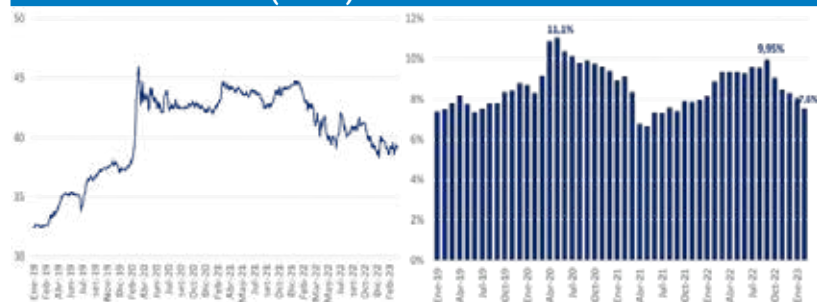


Fuente: EconUy

Más allá de este cambio en el ciclo global, el mercado local uruguayo se ha visto sólo parcialmente afectado. En este sentido, las tasas de interés locales han evidenciado una evolución al alza, en línea con la política monetaria contractiva desplegada por el BCU durante el último año para controlar la inflación. Por otra parte, en contraste con la situación global, el peso uruguayo se ha mantenido estable en relación al dólar, e incluso ha evidenciado una tendencia a la baja durante el último año, lo que implica una apreciación real significativa<sup>5</sup>. Este comportamiento de la moneda local podría ser explicado en parte por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta y por la entrada de divisas asociada al sector externo y la IED producto de grandes obras. No obstante lo anterior, la inflación se mantiene por encima del objetivo fijado por las autoridades y es probable que esta tónica se mantenga en el horizonte de política.

Es importante notar que este particular contexto local trae aparejado distintas derivadas para los diferentes sectores de la economía, entre ellos el inmobiliario. **En este sentido, el sector de desarrollos inmobiliarios<sup>6</sup> (oferta inmobiliaria) ha sido afectado por esta situación en tanto ha visto erosionados sus márgenes. En contraposición, el debilitamiento real del dólar constituye un escenario favorable para la compra de inmuebles<sup>7</sup>,** lo que habría apuntalado la transaccionalidad del mercado inmobiliario durante el último año.

## Gráficos 3 y 4 – Tipo de Cambio Nominal (USD/UYU) e Inflación (Anual)



Fuente: INE

Con respecto a la actividad económica, la economía uruguayo estaría experimentando una evolución similar a la de la economía global en tanto se empiezan a apreciar signos de desaceleración luego del rebote posterior a la pandemia. En concreto, si bien la economía uruguayo mostró un crecimiento del

<sup>5</sup>. En su último Informe de Política Monetaria, el BCU indica que el TCR se encuentra más de 10% por debajo de sus fundamentos, lo que implica un escenario de encarecimiento relativo para la economía uruguayo.

<sup>6</sup>. Los cuales tienen ingresos denominados en dólares y costos mayoritariamente en pesos uruguayos. Esta es la situación también de las empresas exportadoras de servicios y bienes.

<sup>7</sup>. Al abaratar los precios de estos en términos relativos y estimular la demanda.

4,9% durante el 2022, la evolución en los últimos dos trimestres del año evidencia un deterioro en el margen: en términos desestacionalizados el PIB cayó levemente durante los últimos dos trimestres de 2022.

## Gráficos 5 y 6 – Nivel de Actividad (Desestacionalizado Trimestral) y Expectativas del Nivel de Actividad (Anual)



Fuente: BCU

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

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

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

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

## 2. Mercado inmobiliario de vivienda

### 2.a. Evolución reciente y perspectivas

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 12% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019), más moderada, en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local. Sin embargo, una vez superada la crisis sanitaria esta situación se revirtió, y el sector evidenció una mejoría que se mantiene hasta la fecha con un incremento de la transaccionalidad y el desarrollo de nuevos emprendimientos del sector corporativo y oficinas. Sin embargo, emergen otros desafíos vinculados a la reciente apreciación real del peso y su dispar impacto sobre los desarrollos inmobiliarios. En lo que sigue se analiza el desempeño del sector inmobiliario de vivienda.

#### i. Oferta de vivienda

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o representan la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc. Esto determina que las condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar las particularidades de los proyectos inmobiliarios a la hora de evaluar su desempeño.

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en

2011 (hoy Vivienda Promovida), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto. Esto ha llevado a redensificar zonas de relativamente menor atractivo como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras.

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

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

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

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

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual, por un lado constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”, por otro un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión, lo que a su vez implica potencialmente dos tipos de demandantes. En este sentido, los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población -y otros cambios de paradigma de carácter social-, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.



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

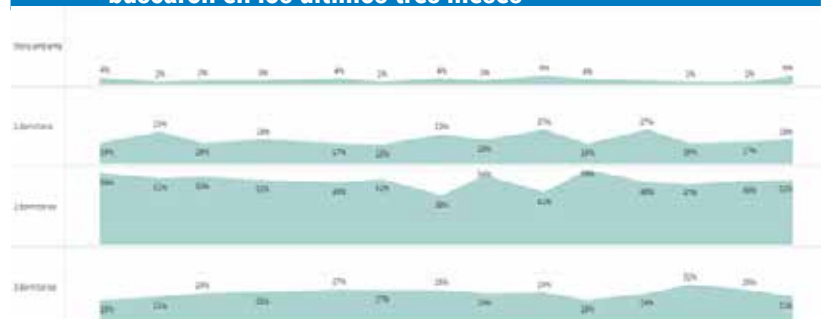
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no es de esperar que esto se modifique en los próximos años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios a esta dinámica. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior. De todas formas, este proceso podría presionar la demanda de cierto tipo de inmuebles, en especial en el mercado de arrendamientos, aunque no es necesariamente un fenómeno que se observe a nivel agregado.

A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son:

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

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

**Gráfico 7 – Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”**



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación en un lugar céntrico, la existencia de buena locomoción, que se trate de un

entorno seguro y cercano al lugar de trabajo. Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y se mantienen en relación a las últimas olas de esta encuesta.

**Gráfico 8 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses**



Fuente: Research Uruguay

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

**Gráfico 9 - Zonas más buscadas para vivienda en los últimos tres meses**



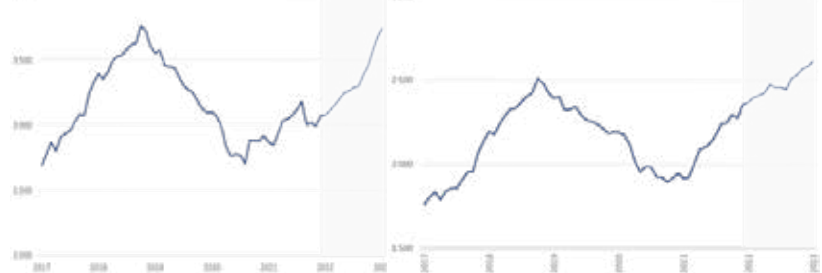
Fuente: Fuente: Research Uruguay

## ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido, como fue comentado previamente. Esta caída estuvo explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a la irrupción de la pandemia. Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó principalmente en los primeros meses posteriores a la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. No obstante, este fenómeno se revirtió en 2021 y se sostuvo en el tiempo, ya que si bien los ingresos de los hogares no volvieron a sus niveles previos, la coyuntura económica local impactó positivamente sobre el poder de compra en dólares, lo que favoreció al aumento de las transacciones inmobiliarias.

En este sentido, la importante apreciación real que el peso uruguayo experimentó durante el último año implicó un crecimiento de los ingresos de los hogares medidos en dólares. Esta situación, sumada a la evolución favorable de las condiciones financieras locales y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras, derivó en una reducción en el costo de los créditos hipotecarios. Esto implicó un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. En efecto, la cantidad de nuevas operaciones de crédito hipotecario creció más de 22% durante el último año, al tiempo que el monto total de estas operaciones se incrementó en un 11% con respecto a lo ocurrido un año atrás. Estos guarismos reflejan una reducción en el valor promedio de las operaciones nuevas<sup>8</sup>

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



Fuente: BCU

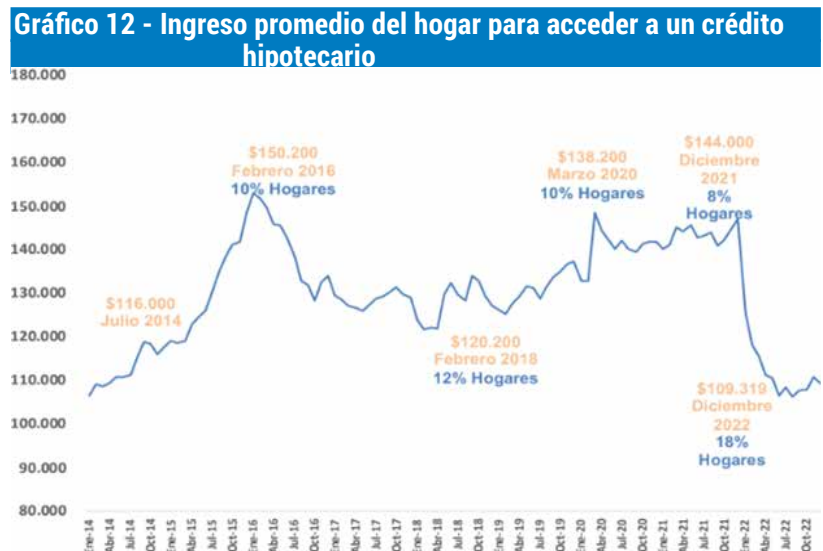
En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del Banco Central del Uruguay estos ascendían a aproximadamente 3.185 millones de dólares al cierre del último año. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa un 30% por encima de su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

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,4% para 2022, lo que se considera bajo en perspectiva internacional y aún moderado para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Este es reducido en relación

<sup>8</sup>. Lo que podría ser explicado por la flexibilización de las condiciones de acceso a los créditos hipotecarios, que a su vez redundan en un incremento de la población que puede acceder a ellos. A su vez, también podría indicar que los inmuebles transados eran de características distintas, pudiendo reflejar nuevas preferencias o nuevos hogares accediendo al mercado

con otros países desarrollados y algunos países de la región, en especial con aquellos que exhiben niveles de desarrollo comparable.

Más allá del reciente dinamismo mostrado por el crédito hipotecario y considerando la limitada penetración que este exhibe respecto a países comparables, es relevante analizar algunas restricciones respecto al acceso. En particular, desde la óptica de los hogares (demandantes de crédito), los principales requisitos para el acceso refieren a la necesidad de contar con ahorro previo y unos ingresos mensuales líquidos superiores a los mínimos establecidos. Si bien estas condiciones se han flexibilizado en los últimos tiempos, aún continúan siendo por demás restrictivas para gran parte de la población del país, lo cual también es un elemento considerado a la hora de esta actualización en tanto el Producto Ladrillo ofrecido por el FF PIIay M2 no tiene requisitos mínimos de acceso en cuanto a ingresos. En concreto, de acuerdo a Sader & Calvete en marzo del corriente año solamente el 18% de los hogares cumplían con las condiciones necesarias para poder acceder a un crédito hipotecario.



Fuente: Sader & Calvete (Marzo 2023).

Este guarismo es especialmente bajo cuando se tiene presente que el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda, al tiempo que apenas el 20% dice que no requerirá financiamiento. Adicionalmente, se debe tener presente que actualmente el país atraviesa una coyuntura económica y financiera que es propicia para el desarrollo del crédito hipotecario, lo cual reduce los requisitos para el acceso a este tipo de productos. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación durante el último año, lo que incrementa los ingresos de los hogares en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiben cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar a los hogares. Por otro lado, las tasas de interés en Unidades Indexadas exhibieron una reducción del 10% durante el último año y a enero del corriente año se situaban en el entorno de 4,7% anual. Esta reducción implica una caída en el costo del crédito, lo que en última instancia redundará en una menor carga de intereses a pagar por los hogares.

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad, determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Durante el último año las tasas de interés internacionales tendieron al alza, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. A pesar de ello, y en contraposición al mundo, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera. Este fenómeno habría sido explicado por dos factores, uno de carácter real y otro financiero. Por una parte, el primero refiere al ingreso de dólares producto del buen desempeño del sector agroexportador y los elevados precios internacionales, así como del incremento de la inversión extranjera asociada a obras de infraestructura y la instalación de una nueva planta de celulosa. Por otra parte, el segundo refiere a la política monetaria local que tomó una instancia contractiva para hacer frente a las incipientes presiones inflacionarias. Si bien esta política habría logrado evitar un incremento más acelerado en el nivel de precios<sup>9</sup> de la economía, es posible sostener que también habría afectado la cotización del dólar a nivel local.

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

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

### **iii.i. Evolución general de las operaciones**

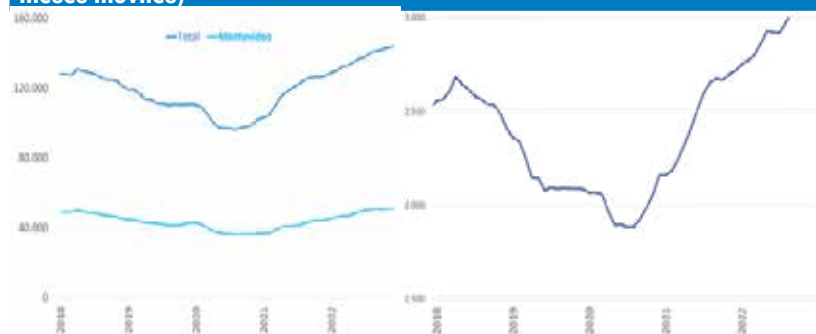
La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma conveniente. Es por eso que debe ser complementada con información proveniente de fuentes secundarias o indicadores indirectos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

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

<sup>9</sup>. Y sus efectos de segunda ronda sobre los salarios debido a la indexación presente en los contratos laborales y acuerdos colectivos.

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

### Gráfico 13 y 14 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Cantidad de operaciones - 12 meses móviles) y Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (Millones de pesos constantes - 12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

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

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

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

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

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

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

### **3. Los Barrios Privados: mercado y evolución reciente**

Los Barrios Privados o Semiprivados son un tipo de desarrollo inmobiliario relativamente reciente que ha tenido un importante impulso en los últimos años, principalmente concentrado en Montevideo y su área Metropolitana, aunque también han alcanzado otros puntos del país. Se trata de un mercado de “nicho” ya que sólo alcanza a una porción muy menor de los hogares del país: aquellos de altos y muy altos ingresos. Desde el punto de vista sociológico se los suele definir como una “segregación residencial” en tanto son un enclave territorial separado del resto del territorio o con escasa interacción con él.

La normativa que refiere a los Barrios Privados es diversa y su reglamentación se define a nivel municipal, siendo Canelones y Maldonado los departamentos donde estos desarrollos muestran mayor dinamismo. En Canelones, en 1998 se aprobó la Ordenanza de Clubes de Campo Res. 4699/98 y su posterior reglamentación en 1999, lo que significó un primer mojón para la regulación de este tipo de desarrollos en el departamento. No obstante, esta ordenanza fue posteriormente derogada y sustituida por planes de ordenamiento territorial como el CostaPlan (Plan Estratégico de Ordenamiento Territorial de la Micro Región de la Costa), el Plan Parcial Camino de los Horneros y el Plan Parcial Colonia Nicolich y Ruta 101. Estos planes han guiado el desarrollo de distintas vertientes logísticas y residenciales en el departamento de Canelones y han actuado como instrumentos de regulación y promoción de los barrios privados en este departamento. Adicionalmente, el Plan Camino de los Horneros presupone y genera amplio espacio para seguir desarrollando ese vértice en el territorio, en el cual está previsto desarrollar el barrio Cava (I, II y III) desarrollados mediante la emisión de estas Obligaciones Negociables. En especial el Plan indica lo siguiente en su contenido: *“el área urbana de la ciudad de Canelones ocupa aproximadamente 700 hectáreas, Ciudad de la Costa 3.500 hectáreas, Costa de Oro 4.500 hectáreas. La superficie de la pieza de trabajo implica 1.600 hectáreas, de las cuales más del 50% está ocupada hoy por clubes de campo o con previsión de desarrollos similares: la misma superficie que la ciudad de Canelones. Esto da cuenta que esta nueva ruralidad supone uno de los*



*modelos de ocupación residencial más destacados del departamento en términos cuantitativos de uso de suelo, más allá de la densidad de población comparativa”.*

Es importante resaltar que en los últimos años estos barrios han ganado tracción, y se han visto beneficiados por la crisis sanitaria (que implicó la búsqueda de nuevos espacios para habitar), el trabajo a distancia y el desarrollo de nuevas centralidades que albergan servicios diversos, entre los cuales surgen emprendimientos comerciales, educativos, de salud, financieros, entre muchos otros que se apalancan en la tendencia al crecimiento de estas soluciones de vivienda. En este sentido, existe una relación positiva y bidireccional entre el desarrollo residencial y de servicios en estas áreas. De hecho, en la zona de influencia del proyecto también se están desarrollando otros barrios como Huertas de los Horneros, Pilar de los Horneros, Carlotta, La Juana, entre otros. Si bien cada uno tiene sus particularidades, en esencia apuntan a un público que tiene similitudes e implican un desarrollo significativo a nivel inmobiliario en la zona, con distintas propuestas. La proliferación de estos barrios si bien representan una tendencia relativamente nueva, tienen el desafío de testear la demanda. Es de notar que en el caso de Cavas, el interés de mercado se mantiene según los sucesivos informes comerciales. En relación a otros emprendimientos, informantes calificados del sector y notas de prensa apuntan también a un muy buen desempeño comercial de otros emprendimientos en la zona. Por otro lado, también se diversifican los tipos de emprendimientos, en tanto se desarrollan proyectos que se basan en la venta de terrenos, otros con venta de casas tipo housing, y otros que priorizan las propiedades horizontales o algún tipo de edificio bajo. En todos los casos, los amenities y el contacto con el entorno son un diferencial relevante.

En Montevideo la normativa de Barrios Privados es distinta en tanto no se permite el desarrollo de barrios exclusivos, aunque sí se han autorizado algunos barrios “semiprivados”, pero donde se permite la circulación de personas ajenas al barrio. Es de notar que la escasez relativa de terrenos bajo este régimen en Montevideo, implica mayores precios, lo que favorece la migración de este tipo de soluciones al límite entre Canelones y Montevideo

Según información del MVOTMA, a 2020 existían 78 Barrios Privados en Uruguay distribuidos en 8 departamentos con un crecimiento muy importante en los últimos años. Estimaciones más recientes publicadas por La Diaria apuntan a 90 BBPP. En el departamento de Maldonado es donde existen más desarrollos, explicando más del 50%. En Montevideo (Este) y en Canelones (Oeste) los desarrollos se realizaron anexos a la conexión con las principales arterias viales del país y el vínculo con la capital, la costa y polos de desarrollo como las Zonas Francas y Parques Industriales. En el Área Metropolitana de Montevideo (AMM) existen 24 Barrios Privados con un área total de 664 hectáreas, distribuidos en Canelones y Montevideo mayoritariamente.

### Cuadro 5 - Barrios Privados en Área Metropolitana de Montevideo

	Cantidad	Área (ha)	Áreas Verdes + Circulación (ha)	Área Total (ha)	Cantidad de lotes***	Superficie promedio del Lote (m <sup>2</sup> )
Canelones	18	458	200	658	1911	1933
Montevideo*	5	45	17	62	540	795
San José	1	28	3	31	100	900
Total	24	531	220	751	2551	1671

\*Barrios semicerrados  
 \*\* promedio ponderado  
 \*\*\* Se excluyen los apartamentos



En el caso de Canelones, además de los impulsos que han tenido los Barrios Privados producto de las definiciones en el ordenamiento territorial, las diferencias respecto a la regulación de Montevideo también han favorecido la instalación de estos emprendimientos en las zonas cercanas al aeropuerto de Carrasco y las rutas Interbalnearia y 101. En particular, se destaca como un polo atractivo hacia el este de Montevideo y otro particularmente denso en cuanto a barrios privados en Canelones con los barrios desarrollados por el Grupo Tahona como un conjunto ya consolidado, junto a otros emprendimientos en esa misma zona.

En lo que refiere a los precios en los Barrios Privados, existe alta dispersión entre los distintos emprendimientos que depende directamente de la ubicación, los servicios y el entorno, entre otros factores. Sin embargo, el modelo de estos emprendimientos suele estar vinculado a capturar la valorización del suelo a medida que se desarrollan los servicios, la infraestructura y el entorno paisajístico característico de estos barrios. Esto implica que los precios de barrios consolidados suelen ser distintos a los de emprendimientos nacientes, lo que agrega una capa de complejidad adicional a la comparación entre barrios de distintas zonas y características.

Según información a 2022, los precios fluctúan entre Montevideo y Canelones. En el primero, los valores oscilan entre USD 250 y USD 450 por m<sup>2</sup>, mientras que en Canelones los precios son menores y van de USD 70 a USD 200 por m<sup>2</sup>. Sin embargo, más allá de la dispersión en el precio por m<sup>2</sup>, los tickets promedio tienden a igualarse en tanto las áreas transadas en Canelones son sensiblemente mayores que las áreas en Montevideo.

#### **4. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda y los Barrios Privados**

En el corto plazo se espera que el mercado inmobiliario mantenga cierto dinamismo, en especial en lo que respecta al mercado de compraventa gracias a la estabilidad del dólar y las bajas tasas de intereses de los créditos hipotecarios. Estos elementos habían alentado la transaccionalidad, que se ubica en muy buenos niveles de compraventas e ingresos asociados (ej ITP) tal como se describió más arriba. Igualmente es importante notar que la coyuntura actual de dólar débil genera efectos contrapuestos en el sector inmobiliario: incentiva la demanda de los hogares pero erosiona los márgenes de desarrollos inmobiliarios, en tanto los principales costos constructivos se denominan en pesos. Por lo anterior, varios desarrollos inmobiliarios se encuentran evaluando ajustes en los precios de venta, u otros mecanismos de mitigación de esto.

Es importante señalar que el mercado de Barrios Privados es un nicho de mercado muy específico con preferencias por este tipo de emprendimientos en la zona Este de Montevideo y Oeste de Canelones. El desarrollo de los centros de servicios en la zona de Camino de los Horneros, los ajustes a la regulación que favorecen estos desarrollos y la creación de nuevos emprendimientos en la zona son una señal positiva en cuanto al desarrollo de los Barrios Privados en Canelones. En línea con lo anterior, la crisis sanitaria incluso podría haber impulsado esta dinámica.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector inmobiliario, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado mayor resiliencia a pesar de los eventos adversos recientes, como son los Barrios Privados en tanto han demostrado ser una buena reserva de valor dado los modelos de negocio de valorización del suelo y la propiedad que han venido desarrollando. Adicionalmente, los planes territoriales han acompañado esta expansión.

## 5. Las políticas públicas

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. La nueva administración de gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de ciertas modificaciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020.

Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios. Será vital que los gobiernos departamentales electos actúen en el mismo sentido a partir de 2021.

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

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.

### 6. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que el proyecto inmobiliario a desarrollar tenga una trayectoria adecuada se encuentra mitigado. Esto se sustenta en que el emprendimiento se ubica en una zona de alta demanda por parte del público objetivo y que el producto ofrecido se basa en los estándares de calidad y marca ofrecidos por un grupo de amplia trayectoria en la creación de barrios privados. Este desarrollo compite con otros de reciente aparición en zonas cercanas y se beneficia de la ampliación de la oferta de servicios en la zona, lo que genera sinergias con el desarrollo inmobiliario. *Se considera un nivel de riesgo bajo.*

**El riesgo de políticas públicas.** Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos. Incluso, los estímulos hacia el sector se han incrementado, y no se esperan nuevas modificaciones a los regímenes existentes que sean negativos para este tipo de emprendimiento. En el ámbito normativo departamental, el Plan Camino de los Horneros demuestra un interés particular del gobierno departamental en dotar de un marco específico para el desarrollo de urbanizaciones y barrios privados en la zona de influencia del proyecto *Riesgo bajo.*

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy<sup>10</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>10</sup> **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**



Ec. Santiago Rego