

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2023

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

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES
23 - noviembre - 2023

Obligaciones Negociables	por USD 40.000.000 de (dólares americanos)
Fecha de emisión:	diciembre 2021
Amortizaciones:	Anual a partir del quinto año
Interés:	Anual y lineal de 5,75%, pagaderos semestralmente desde la fecha de emisión
Emisor:	La Tahona Inversiones S.A
Garantía:	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
Entidad Representante y Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo
Plazo:	10 años
Valor Nominal:	USD 1.000
Comité de Calificación:	Santiago Rego, Martin Durán y Julio Preve
Asesor jurídico:	Dr. Leandro Rama
Calificación de riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2024 ¹
Manual utilizado:	Manual Calificación de Títulos emitidos por Empresas

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

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de 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. 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 han comercializado las primeras etapas.
- 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. 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 precios de venta de los lotes comercializados se ubican por encima de lo 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). Cerrado setiembre 2023, el Fideicomiso 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. 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, ambos elementos que favorecen el desarrollo del mercado de vivienda del lado de la demanda, aunque tensiona financieramente a los desarrolladores, en especial cuando los vehículos financieros se denominan en moneda extranjera.
- 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. Incluso, la crisis sanitaria de 2020-21 ha dado 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. El mismo grupo económico ha lanzado recientemente una nueva emisión de ONs, bajo otra empresa (LTD).
- El desarrollo del eje Camino de los Horneros bajo 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. Las políticas públicas parecen apuntalar o no interferir negativamente en el desarrollo de estos emprendimientos. En Montevideo la normativa municipal no permite barrios privados, y la tierra disponible es relativamente más escasa, ambos elementos que favorecen el desarrollo de la zona de influencia de este proyecto.

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 a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso 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 abril de 2024. 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, 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 amenities 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..
- 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 m² 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.

3. Hechos salientes del período

- El grupo económico se encuentra lanzando una nueva emisión de ONs por hasta USD 60 millones bajo otra empresa denominada La Tahona Desarrollos (LTD). Esta emisión a 6 años, tiene como objetivo desarrollar un nuevo proyecto de viviendas “llave en mano” en terrenos que son propiedad de La Tahona Inversiones (LTI) y requiere una inversión estimada de USD 171 millones. Es de notar que esta emisión ha recibido el grado inversor por parte de FIX Scr en octubre 2023. En la calificación anterior, se informaba sobre la venta de lotes a partes relacionadas, que están vinculadas a esta operación.

- Al 30 de setiembre de 2023, BKZR en calidad de Fiduciario del Fideicomiso de Garantía informa que el Fideicomiso mantiene tierras y efectivo por un valor de más de USD 84 millones. Estos representan una garantía superior a USD 71 millones, según lo definido en el Fideicomiso de Garantía, por lo que cubren ampliamente el valor de la emisión (USD 40 millones). En este sentido, la Garantía supera en 79% el monto emitido.
- A setiembre de 2023, se han comercializado algo menos de 140 lotes del proyecto Cavas, por un monto total de USD 15,6 millones, las cuales están pendientes de escriturar.

4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- EECC intermedios de La Tahona Inversiones al 30/06/2023
- Informe de Ventas al 30/09/2023
- Cuentas por Cobrar LTI al 30/09/2023
- Stock de unidades y precios vigentes al 30/09/2023
- Informe sobre Fideicomiso de Garantía Tahona realizado por BKZR Trust Management al 30/06/2023 e información actualizada al 30/09/2023
- EECC intermedios de Runtuna al 30/06/2023
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a agosto de 2023 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria, contratada para CARE.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; setiembre de 2023. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- Calificación original y actualizaciones
- Calificación de emisión de ONs de LTD (octubre 2023) - FIX Scr

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 Emisor².

². 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: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

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 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 anual 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 30/06/2023 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 intermedio al 30/06/2023 y su comparativo con cierres anteriores.

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

Rubros	30-jun.-23	31-dic.-22	31-dic.-21
Activo	64.312	67.536	64.848
Activo Corriente	36.605	39.990	49.489
Activo no Corriente	27.707	27.546	15.359
Pasivo	64.450	66.309	64.188
Pasivo Corriente	21.969	24.401	11.933
Pasivo no Corriente	42.481	41.909	52.256
Patrimonio	(138)	1.227	660
Total Pasivo y Patrimonio	64.312	67.536	64.848
Razón Corriente	1,67	1,64	4,15

Fuente: EE.CC LTI SA

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

En el cuadro siguiente se expone resumidamente el estado de resultados intermedio por el primer semestre de 2023.

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

Rubros	30-jun.-23	30-jun.-22	31-dic.-22
Ingresos operativos	3	-	6.910
Costo de Ventas	-	0	(3.500)
Resultado Bruto	3	-	3.410
Gastos de adm y ventas	(748)	(87)	(710)
Resultados diversos	-	(1.713)	835
Resultado Operativo	(745)	(1.800)	3.534
Resultados financieros	(1.289)	5	(3.295)
Res. Antes de impuestos	(2.035)	(1.795)	239
Impuesto a la renta	671	429	328
Resultado Neto	(1.364)	(1.366)	567

Fuente: EE.CC LTI SA

En otra sección se da cuenta del avance de los negocios; se recuerda que las ventas de lotes no se reflejan contablemente hasta tanto no se realicen las escrituras correspondientes. Esto explica los resultados parciales negativos y, en consecuencia, el patrimonio negativo al cierre del semestre informado. Se espera que tal situación se revierta toda vez que se concreten y escrituren las ventas anunciadas.

De acuerdo a las condiciones de la emisión, rige el periodo 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 extrañas a su giro principal, por parte del emisor.
- 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 a setiembre de 2023 y 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 del mismo 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 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 fideicomitidos 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 14/11/2023 el Fiduciario informa sobre el estado de situación del Fideicomiso, un resumen del mismo, al 30/9/2023, se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Situación Fideicomiso de Garantía (miles USD) al 30/09/2023			
Rubros	Valor actual	Valor a tomar	Total garantía
Efectivo y equivalentes	84	1,00	84
Cuentas por cobrar	-	0,90	-
Terrenos	83.974	0,85	71.378
Totales	84.058		71.462
Emisión de ON			40.000
Cobertura s/ contrato			179%

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 fideicomitidos (tomados al valor indicado en las pautas indicadas) supera en un 79 % al valor de la emisión.

Fianza solidaria de parte de Runtuna SA³

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. 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 consolidado al cierre intermedio de junio 2023 y su comparativo con periodos anteriores.

³ . 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	30-jun.-23	31-dic.-22	31-dic.-21
Activo	55.922	57.800	63.419
Activo Corriente	15.407	18.565	22.218
Activo no Corriente	40.515	39.235	41.201
Pasivo	36.519	36.599	41.577
Pasivo Corriente	12.461	11.297	17.613
Pasivo no Corriente	24.058	25.303	23.964
Patrimonio	19.403	21.200	21.842
Total Pasivo y Patrimonio	55.922	57.800	63.419
Razón Corriente	1,24	1,64	1,26

Fuente: EE.CC Consolidados Runtuna SA

Se comprueba la solvencia de la firma; mantiene un patrimonio contable superior a USD 19.4 millones aunque menor al registrado al cierre de 2022.

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 más de 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 corto periodo que lleva de actividad; 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, vinculado al proyecto y el flujo de fondos.

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 m² comercializables, siguiendo el modelo tradicional de La Tahona de terrenos de aproximadamente 1.000 m², 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 con esta emisión, se basa en la experiencia previa del grupo Tahona y ha sido exitoso en el área y segmento de mercado objetivo. 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. En estos dos años de operación, ya se han comercializado los primeros lotes, en línea con lo previsto.

A nivel comercial, el desarrollo del proyecto pauta que se han comercializado algo menos de 140 lotes en el proyecto Cavas, por un valor superior a USD 15,6 millones. Según la información de ventas, en los primeros nueve meses de 2023 se realizaron 15 operaciones, a un precio superior al previsto en el Plan de negocios del proyecto. Esto implica a su vez un aumento significativo del valor del metro cuadrado, que recoge la valorización de los terrenos alineado al modelo de desarrollo de los barrios privados. A su vez, se anuncia una próxima etapa de comercialización que mantiene las mismas características. Ya se han comercializado lotes de los tres emprendimientos de CAVAS (I, II y III).

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 m² de terrenos por año (10% del stock), lo cual se sobrecumplió en 2022 y viene por debajo en lo que va de 2023. En cuanto al precio de venta, este se ubica sustancialmente por encima de lo previsto

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. A su vez, las ONs emitidas prevén el repago del principal a partir del quinto año. El flujo de fondos 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. Los precios de venta se han ubicado ampliamente por encima de estos valores, incluso por encima del precio previsto en el modelo original, lo cual se juzga favorablemente.

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 79% superior al emitido.** Del mismo modo, se mantiene el cumplimiento de otros elementos como la cuenta escrow, tal como se detalla en la sección previa.

Riesgo de generación de flujos. El producto ofrecido en el marco de la emisión de ONs ya ha sido validado por el mercado, y el flujo comercial se encuentra alineado con el tipo de desarrollo de este tipo de emprendimiento. Las ventas son adecuadas, y los precios se ubican por encima de lo previsto. *Este riesgo por tanto es bajo/medio.*

Riesgo de descalce de monedas. Tanto las ONs como los pagos y las operaciones de venta de terrenos están nominadas en dólares. No obstante, las obras a desarrollar tienen un componente relevante de mano de obra nominada en pesos. *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 creció 3,5% durante 2022, al tiempo que se espera que consolide una expansión de 3,0% para 2023 y 2024. A pesar de ello, esta recuperación es heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también en su configuración productiva, en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad y aún mantiene algunas economías en “fase de apertura” en especial en Asia, como ha sido el caso de China.

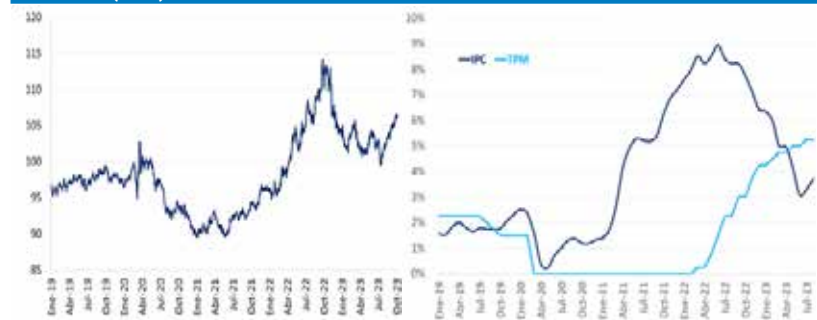
La recuperación global post pandemia estuvo asociada a la paulatina apertura de actividades y al despliegue de significativos estímulos fiscales y monetarios. Estas últimas lograron paliar parcialmente los efectos negativos sobre la actividad económica del shock, y a su vez lograron configurar un escenario internacional benigno desde el punto de vista financiero⁴. No obstante, la magnitud de estas políticas y la rápida recuperación de algunas economías sentaron las bases para un incremento generalizado del nivel de precios durante el último año, el cual fue amplificado por shocks de oferta asociados a la guerra entre Rusia y Ucrania. En este contexto, durante el último año la inflación en países desarrollados se ubicó en los registros más altos de los últimos 30 años.

Lo anterior implicó una reversión de las políticas desplegadas desde la órbita del sector público: se aceleró el proceso de desmantelamiento de las políticas expansivas y se aumentó sustancialmente las tasas de interés, al tiempo que se reforzó el mensaje contractivo para la política monetaria. Esto trajo aparejado un incremento importante de las tasas de interés internacionales (especialmente de renta fija) y una revaluación de los activos de renta variable, al tiempo que el dólar estadounidense presentó una fuerte apreciación frente a monedas de países desarrollados y emergentes.

Más allá de esto, es importante notar que luego de la fuerte apreciación exhibida por el dólar durante los primeros meses del último año, la moneda estadounidense presentó un importante debilitamiento producto del ajuste de expectativas del mercado sobre la intensidad en el despliegue de la política monetaria por la FED. A este respecto, esta última habría logrado apaciguar parcialmente la evolución del nivel de precios desde los últimos meses del 2022, aunque la inflación aún se encuentra en niveles elevados para Estados Unidos. Esto último sugiere que la política monetaria contractiva se mantendrá por más tiempo del previsto inicialmente, en especial teniendo presente la fortaleza que exhibe su mercado laboral al momento de escribir este informe. De esta forma, **se consolida un escenario de tasas elevadas en términos históricos, con un dólar relativamente fuerte a nivel internacional y precios de las materias primas menos tonificados que los vistos durante los últimos dos años**, aunque aún relativamente elevados con respecto a los años anteriores.

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

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



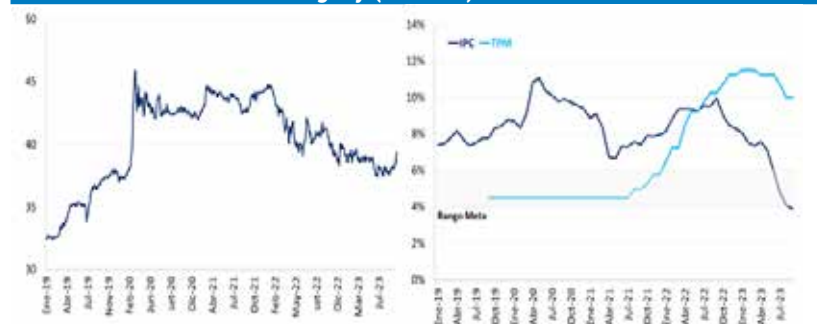
Fuente: Econly

Más allá de este cambio en el ciclo global, el impacto sobre el mercado financiero local ha sido limitado. En efecto, y en contraste con la situación global, el peso uruguayo se ha mantenido estable en relación al dólar, lo que implica una apreciación real significativa⁵. Este comportamiento de la moneda local podría ser explicado en parte por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta, así como también por la importante entrada de divisas asociada al buen desempeño del sector externo y el incremento de la inversión extranjera directa.

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

Es importante notar que este particular contexto local trae aparejado distintas derivadas para los diferentes sectores de la economía, entre ellos el inmobiliario. **En este sentido, el sector de desarrollos inmobiliarios⁶ (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 inmuebles⁷**, lo que habría apuntalado la transaccionalidad del mercado inmobiliario durante el último año.

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



Fuente: INE

⁵ 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.

⁶ 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.

⁷ Al abaratar los precios de estos en términos relativos y estimular la demanda.

Con respecto a la actividad económica, la economía uruguaya estaría experimentando una evolución similar a la de la economía global en tanto se empiezan a apreciar signos de desaceleración luego del rebote posterior a la pandemia. En concreto, si bien la economía uruguaya creció 4,9% en 2022, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica crezca a un ritmo anual de 0,75% y 3,1% para 2023 y 2024, respectivamente.

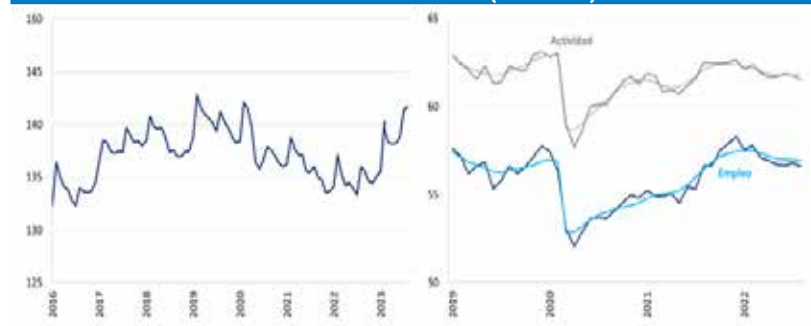
Gráficos 5 – Evolución y Expectativas de Actividad Económica (Anual)



Fuente: BCU

Las expectativas para el corriente año recogen la desaceleración reciente de la actividad, la cual se ve reflejada en el limitado dinamismo que la economía habría presentado en los últimos trimestres⁸, así como en la evolución de otros indicadores adelantados tales como el desempeño industrial, las exportaciones de bienes, la recaudación de impuestos, entre otros. En efecto, la evolución de estos indicadores durante los últimos meses confirman el entretencimiento de la actividad. Para entender esta dinámica es importante hacer algunas consideraciones. En primer lugar, el resultado de los últimos dos años estuvo fuertemente impulsado por el sector de la construcción y el sector agropecuario: el primero gracias a la construcción de la tercera planta de celulosa en el centro del país y las grandes obras de infraestructura, mientras que el segundo apuntalado por su buen desempeño productivo y los elevados precios internacionales. No obstante, este escenario se habría ralentizado en los últimos trimestres, y el final de las grandes obras conjugado con la moderación de los precios internacionales y la sequía local tendrían efectos negativos sobre la actividad durante el corriente año, con algunos efectos que podrían perdurar incluso hacia el próximo año.

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



Fuente: EconUy

⁸ En términos desestacionalizados el PIB habría caído en tres de los cuatro trimestres del último año móvil a junio de 2023, tal como se puede apreciar en el Gráfico 6.

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

A los efectos del mercado inmobiliario, la apreciación real del peso implicó un incremento aún mayor del poder adquisitivo de los hogares medido en moneda extranjera, impactando de forma positiva sobre la compraventa de vivienda. A pesar de esto, se debe tener presente que esta situación favorable podría ser afectada negativamente por la reciente ralentización de la actividad económica en tanto ésta podría impactar sobre la dinámica del mercado laboral⁹ y generar un mayor nivel de incertidumbre sobre el futuro económico de los hogares.

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.2.1. Breve contexto

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.

2.a. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales trajeron aparejado un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional que limitaron el dinamismo del sector inmobiliario. Desde entonces el sector ha evidenciado una importante mejoría que se ha mantenido hasta la fecha. De cara al futuro emergen desafíos vinculados principalmente a la reciente

⁹. Lo que podría moderar la evolución de los ingresos de los hogares.

apreciación real del peso y su dispar e importante impacto sobre los distintos desarrollos inmobiliarios. En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

i. Oferta de vivienda

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

Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 (hoy Vivienda Promovida), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto. Esto ha llevado a redensificar zonas de relativamente menor atractivo como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes de 2020 y 2021 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos. Más recientemente, cambios en la Ley de Vivienda Promovida habrían apuntalado el desarrollo de inmuebles, reimpulsando la construcción de vivienda. 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 tanto en 2022, la cantidad de proyectos promovidos se ubicó en niveles similares (180).

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.

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. 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

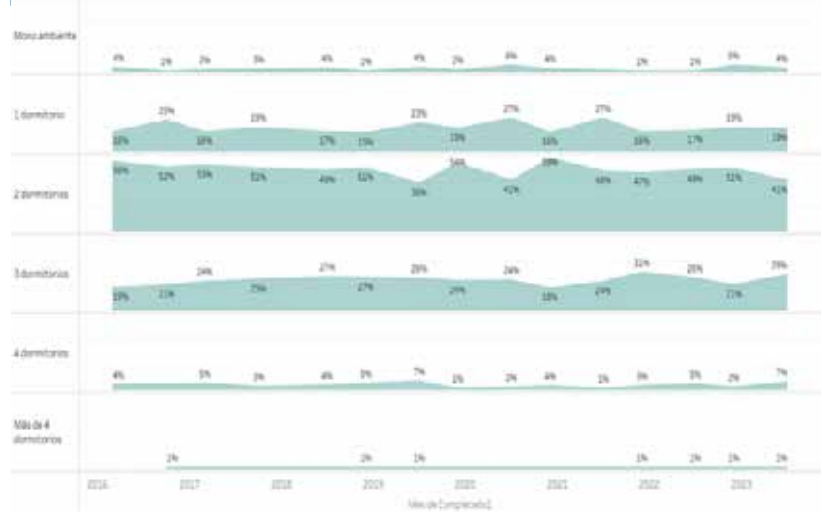
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no es de esperar que esto se modifique en los próximos años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia 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 XXI¹⁰, 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 40% de los entrevistados en la encuesta realizada prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. Al tiempo que el 30% de la población busca viviendas de 3 dormitorios, con un leve aumento en relación a olas anteriores. Por otra parte, es importante notar que en las últimas ediciones de esta encuesta se aprecia un repunte de la búsqueda de monoambientes que se mantenía baja en las ediciones inmediatamente posteriores a la irrupción de la pandemia.

¹⁰. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

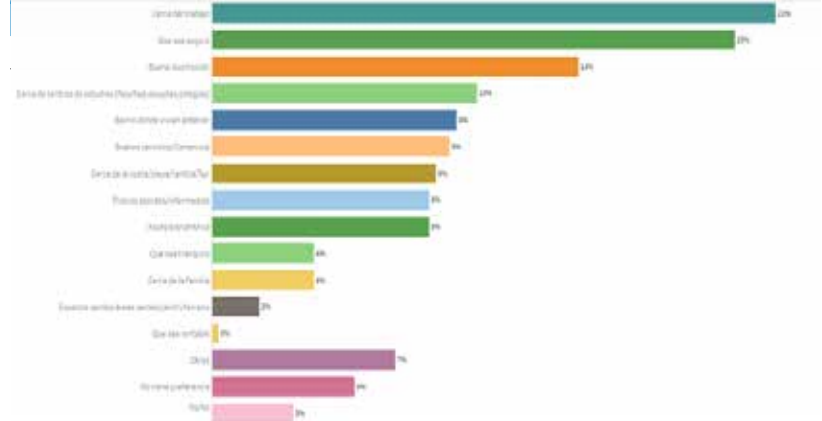
Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Fuente: Econly

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.**

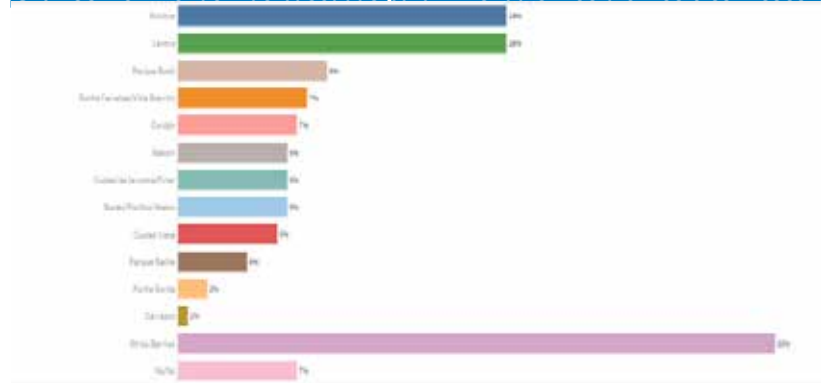
Gráfico 9 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los



Fuente: Research Uruguay

En cuanto a la ubicación geográfica, elemento destacado en las encuestas por afectar directamente los amenities y la locomoción, así como la ubicación cercana al trabajo o centros educativos, no se aprecian cambios sustanciales en la encuesta respecto a ediciones anteriores.

Gráfico 10 - Zonas más buscadas para vivienda en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

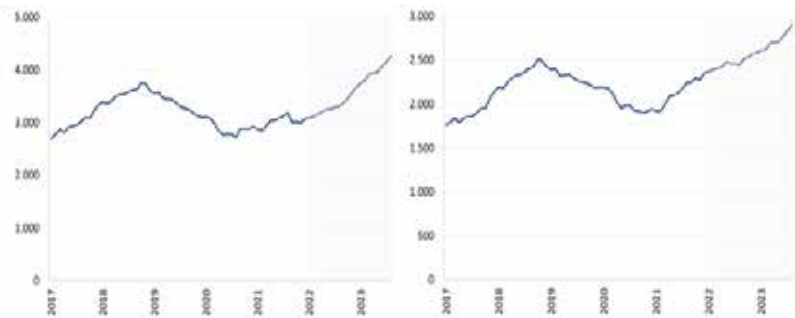
ii.i.ii. Factores Económicos

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 sobre finales de 2021 y se mantuvo durante el año pasado, ya que si bien los ingresos de los hogares no volvieron a sus niveles previos, la coyuntura macroeconómica y financiera local impactó positivamente sobre la predisposición a comprar bienes durables, lo cual se vió reflejado en un aumento de las transacciones inmobiliarias durante los últimos meses.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras trajeron aparejado una reducción en el costo de los créditos hipotecarios que derivó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. En efecto, a agosto del corriente año la cantidad de nuevas operaciones de crédito hipotecario crecieron 29% en términos interanuales, al tiempo que el monto total de estas operaciones se incrementó en un 20% con respecto a lo ocurrido un año atrás. Estos guarismos reflejan una reducción en el valor promedio de las operaciones nuevas¹¹.

¹¹. Lo que podría ser explicado por la flexibilización de las condiciones de acceso a los créditos hipotecarios, que a su vez redundan en un incremento de la población que puede acceder a ellos. A su vez, también podría indicar que los inmuebles transados eran de características distintas, pudiendo reflejar nuevas preferencias o nuevos hogares accediendo al mercado.

Gráfico 11 y 12 – Créditos hipotecarios en UI Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del Banco Central del Uruguay estos ascendían a aproximadamente 134 mil millones de pesos (3.556 millones de dólares) a agosto del último año. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa un 38% por encima de su nivel pre-pandemia y un 10% por encima de un año atrás. La morosidad se mantiene reducida, en 1,2% del stock total.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este se ubicó en 4,4% para 2022. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, se mantiene por debajo de los valores de la década del noventa. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el valor de este coeficiente para Uruguay es reducido en relación con otros países desarrollados y algunos países de la región, en especial con aquellos que exhiben niveles de desarrollo comparable.

Más allá del reciente dinamismo mostrado por el crédito hipotecario y considerando la limitada penetración que este exhibe respecto a países comparables, es relevante analizar algunas restricciones respecto al acceso. En particular, desde la óptica de los hogares (demandantes de crédito), los principales requisitos para el acceso refieren al ahorro previo y a contar con un nivel de ingresos mensuales líquidos superiores a los mínimos establecidos. Si bien estas condiciones se han flexibilizado en los últimos tiempos, aún continúan siendo por demás restrictivas para gran parte de la población del país. De todas formas, Sader & Calvete estiman en 23% los hogares que cumplen con las condiciones necesarias para poder acceder a un crédito hipotecario, siendo la mayor “cobertura objetivo” de los últimos nueve años. Si bien este escenario de mejora en la cobertura potencial de la población que podría acceder al crédito hipotecario no amplía el público objetivo del Proyecto Cavas, si es un elemento que ilustra la mayor facilidad para acceder a un crédito en el actual contexto.

Gráfico 13 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sáder & Calvete (Octubre 2022).

Igualmente, este guarismo es especialmente bajo cuando se tiene presente que el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 65% de los encuestados piensa financiar la compra de vivienda con un crédito hipotecario, al tiempo que más el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda y apenas el 20% dice que no requerirá financiamiento.

Adicionalmente, se debe tener presente que actualmente el país atraviesa una coyuntura económica y financiera que es propicia para el desarrollo del crédito hipotecario, lo cual reduce los requisitos para el acceso a este tipo de productos. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación respecto al dólar durante los últimos años, lo que incrementa los ingresos de los hogares en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiban cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar a los hogares. Por otro lado, las tasas de interés en Unidades Indexadas exhibieron una reducción importante durante el último año y a octubre del corriente año se situaban en el entorno de 3,5% anual. Esta reducción implica una caída en el costo del crédito, lo que en última instancia redundará en una menor carga de intereses a pagar por los hogares.

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

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

De esta forma, ambos desarrollos configuran un escenario mixto para la demanda de inmuebles con motivo de inversión en el mercado local. En este sentido, la encuesta realizada por Research Uruguay señala que 6% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, al tiempo que 14% de los encuestados espera hacerlo en un futuro. Estos registros se mantienen estables respecto a ediciones anteriores del mismo relevamiento.

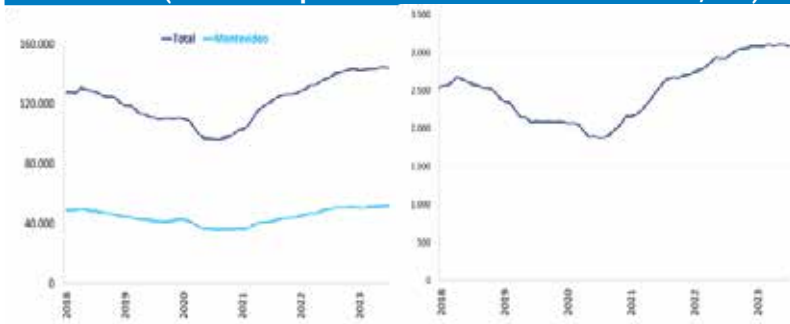
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma conveniente. Es por eso que debe ser complementada con fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y la Cantidad de Nuevas Operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. **Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores continúa evidenciando una mejora del mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector.**

Como fue mencionado, el crédito hipotecario ha tenido un muy buen desempeño durante el último año. Otros indicadores de transaccionalidad del sector también han evolucionado favorablemente en el último tiempo y reflejan el buen momento que atraviesa el sector a nivel agregado. En este sentido, la información del INE en base a la Dirección Nacional de Registro indica que a julio del corriente año las inscripciones de compraventa habrían crecido un 5% en el último año para el total del país, y casi 4% para Montevideo. En ambos casos, la cantidad de compraventas registradas durante el último año también crecieron respecto al mismo mes de referencia anterior a la pandemia (2019) aumentando 30% y 23%, respectivamente.

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

Gráficos 14 y 15 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Altas - 12 meses móviles, izq) y Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (Millones de pesos constantes - 12 meses móviles, der.)



Fuente: INE en base a DNR

Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales también evoluciona favorablemente y registró un aumento del 6% en términos anuales a julio de 2023. Si bien el comportamiento de este indicador se encuentra en línea con el resto de los indicadores analizados, es importante notar que captura la transaccionalidad del mercado inmobiliario en su totalidad, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda.

Por lo anterior, el análisis conjunto de los indicadores indirectos confirman que el mercado inmobiliario continuó evolucionando favorablemente en los últimos meses. En este sentido, se trata de un fenómeno prolongado de desempeño favorable. De todas formas, se debe tener presente que este buen desempeño agregado podría esconder heterogeneidades en tanto el mercado se encuentra segmentado en diversos niveles.

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

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

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, y con una porción significativa de extranjeros. Igualmente, esto también ha sido acompañado de una diversificación de productos de este estilo, con proyectos de barrios privados tradicionales con amplios terrenos, servicios y amenidades de entorno, proyectos de propiedad horizontal en similares entornos, proyectos “llave en mano” con producción de vivienda estandarizada (housing u otros), entre otras opciones que han permitido ampliar el público objetivo. En la última encuesta de Research, se aprecia esta tendencia del lado de la demanda, en tanto los encuestados responden un mayor interés por este tipo de soluciones en sus búsquedas de vivienda de los próximos dos años.

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, desde 1998 con la Ordenanza de Clubes de Campo Res. 4699/98 se han desarrollado estos emprendimientos. No obstante, esta ordenanza fue 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 Cavas.

En particular 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 atracción, y se han visto beneficiados por la crisis sanitaria (que implicó la búsqueda de nuevos espacios para habitar), el trabajo a distancia, la llegada de extranjeros y el desarrollo de nuevas centralidades que albergan servicios diversos, entre los cuales surgen emprendimientos comerciales, educativos, de salud, financieros, 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 puntos de contacto 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 no permite el desarrollo de barrios exclusivos, aunque sí se han autorizado algunos barrios “semiprivados”. En este sentido, los precios en Montevideo son mayores que los de Canelones, producto de la escasez relativa de terrenos y las distancias hacia las centralidades. Por lo anterior, el eje Camino de los Horneros se presenta como un polo de desarrollo de barrios privados en Canelones, expandiéndose en otras áreas cercanas del departamento.

Según información del MVOTMA, a 2020 existían 78 Barrios Privados y en aumento. 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 (mt ²)
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

Fuente: SADER y Calvete

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, del cual forma parte el desarrollo de Cavas.

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. Según información a 2022, los precios fluctúan entre Montevideo y Canelones.

En el primero, los valores oscilan entre USD 250 y USD 450 por m², mientras que en Canelones los precios son menores y van de USD 70 a USD 200 por m². Sin embargo, los terrenos son mayores en Canelones. Los precios de venta recientes de los proyectos Cavas se encuentran en el rango superior de las referencias de precios citadas.

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. El proyecto Cavas cumple con las condiciones del mercado, ubicándose en una zona de alta demanda y con un producto ya validado. A su vez, el desarrollo reciente de la zona ratifica el interés por este tipo de proyecto, y ha permitido generar nuevos servicios en el entorno, generando sinergias entre el desarrollo de viviendas y el desarrollo comercial y de infraestructura. *Se considera un nivel de riesgo bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el desarrollo de vivienda 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 este sentido, Canelones ha recibido recientemente un flujo muy relevante de inversiones en el sector inmobiliario, en parte apalancado en estímulos fiscales. En el ámbito normativo departamental, el Plan Camino de los Horneros explicita un marco específico a nivel departamental 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.uy¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freyre



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

¹². **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.**