

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2024

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL PAPEL
12	III LA EMPRESA
17	IV EL PROYECTO Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
35	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES
27 - noviembre - 2024**

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 ¹
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2025
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 que fueron incluidas en la calificación original. 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 dispone de tierras, derechos a cobrar y efectivo). A junio 2024, 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 2020-2021 el sector inmobiliario retomó el dinamismo, reflejado en un incremento de la transaccionalidad y el desarrollo de nuevos emprendimientos tanto en el sector vivienda como de real estate corporativo. En particular para la vivienda, este escenario se beneficia de la apreciación real del peso, el aumento del ingreso de los hogares y un aumento del crédito hipotecario. Estos elementos favorecen el desarrollo del mercado de vivienda del lado de la demanda, aunque la fortaleza del peso uruguayo tensiona financieramente a los desarrolladores, que enfrentan costos en pesos e ingresos en dólares.
- 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 2022-2023 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. Sin embargo en 2024 algunos de estos desarrollos encuentran dificultades de liquidez y solvencia que implican una señal de atención sobre el sector. El mismo grupo económico ha lanzado recientemente una nueva emisión de ONs calificada con grado inversor por otra calificadora, 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 con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso 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 2025. 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 departamental, 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.
- El grupo económico lanzó una nueva emisión de ONs por hasta USD 100 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 otra calificadoradora en octubre de 2023. En la calificación anterior, se informaba sobre la venta de lotes a partes relacionadas, que están vinculadas a esta operación. La colocación de ONs de LTD alcanzó USD 21 millones a fines de 2023, en su primera serie.
- En 2023 y luego de la fusión de los padrones de Cavas y su transformación a suelo suburbano, se han comenzado a escriturar las primeras ventas.

3. Hechos salientes del período

- En octubre 2024 se lanzó la segunda serie de ONs de LTD por un monto de USD 40 millones, ya integrados. Estos títulos pagan una tasa de interés anual de 8,25%, pagadera semestralmente y amortizan el capital a partir del sexto año durante dos años. Esta emisión tiene como objetivo continuar financiando el desarrollo de barrios privados de LTD, que apunta a modelos de casas llave en mano y edificios corporativos. Las ONs emitidas por LTD son calificadas con grado inversor por parte de otra calificadoradora.
- Al 30 de junio de 2024, BKZR en calidad de Fiduciario del Fideicomiso de Garantía informa que el Fideicomiso mantiene tierras y efectivo por un valor de más de USD 53 millones. Estos representan una garantía superior a USD 45 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 13% el monto emitido.
- En los primeros nueve meses de 2024 se han comercializado menos metros cuadrados que durante el año pasado, aunque a un precio superior al observado en 2023. La cobranza se mantiene en niveles similares a los del año anterior. Se continúan escriturando lotes que se reflejarán contablemente en los próximos meses.

4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- EECC intermedios de La Tahona Inversiones al 30/6/2024
- Informe de Ventas al 30/09/2024
- Cuentas por Cobrar LTI al 30/09/2024
- Stock de unidades y precios vigentes al 30/09/2024
- Reporte sobre cuenta Escrow al 1/11/2024
- Informe sobre Fideicomiso de Garantía Tahona realizado por BKZR Trust Management al 31/06/2024
- EECC de Runtuna al 31/12/2023
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a julio de 2024 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria, contratada para CARE.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; setiembre de 2024. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- Calificación original y actualizaciones
- Calificación de emisión de ONs de LTD por otra calificadoradora

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 cuenta 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 toman al 85% del valor de tasación; los créditos cedidos se consideran al 90% de su valor nominal siempre que el tercero adquirente no haya dejado de pagar 3 cuotas consecutivas; los Fondos Líquidos se toman 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 hiciere, el fiador no será responsable por la insolvencia del deudor sobrevinida durante el retardo”.

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 EMPRESA

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),
- en cambio, 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 30/06/2024 se han integrado \$ 87,5 millones (equivalentes a algo más de USD 2 millones). Esto se mantiene incambiado. En el cuadro siguiente se presenta el cierre de su estado de situación intermedio al 30/06/2024 y su comparativo con cierres anteriores.

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

Rubros	30-jun.-24	31-dic.-23	31-dic.-22
Activo	58.225	61.429	67.536
Activo Corriente	18.776	18.758	39.990
Activo no Corriente	39.449	42.671	27.546
Pasivo	58.399	60.189	66.309
Pasivo Corriente	16.799	17.030	24.401
Pasivo no Corriente	41.600	43.159	41.909
Patrimonio	(175)	1.240	1.227
Total Pasivo y Patrimonio	58.225	61.429	67.536
Razón Corriente	1,12	1,10	1,64

Fuente: EE.CC LTI SA

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

Puede comprobarse que el patrimonio se tornó negativo debido a los resultados negativos del periodo; esto se espera se revierta antes del final del ejercicio a medida que se avance en la comercialización de los lotes. De hecho, al término del tercer trimestre del año (30/09/2024) el mismo volvió a ser positivo en el orden de USD 3 millones. Cabe mencionar además que buena parte de los componentes del estado de situación refiere a transacciones con partes relacionadas.

Respecto a la deuda por ON's mantenidas con un agente privado, originalmente por USD 7 millones y cuyo vencimiento estaba fijado para febrero del corriente año, de común acuerdo con el acreedor se ha ido postergando previo pagos parciales; al 30/9/2024 dicho saldo era de USD 2,2 por lo que se han cancelado USD 4,8 millones a esa fecha.

En el cuadro siguiente se expone resumidamente el estado de resultados del primer semestre de 2024 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

Rubros	30-jun.-24	30-jun.-23	31-dic.-23
Ingresos operativos	4.802	3	8.019
Costo de Ventas	(4.166)	-	(4.977)
Resultado Bruto	635	3	3.042
Gastos de adm y ventas	(845)	(748)	(1.256)
Resultados diversos	0	-	-
Resultado Operativo	(210)	(746)	1.786
Resultados financieros	(1.205)	(1.289)	(2.354)
Res. Antes de impuestos	(1.415)	(2.035)	(568)
Impuesto a la renta	-	671	582
Resultado Neto	(1.415)	(1.365)	13

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 realizan las escrituras correspondientes. Esto explica que, mientras las ventas evolucionan razonablemente dentro de lo previsto, los resultados no parecen acordes. Se espera que tal situación se revierta toda vez que se concreten y escrituren las ventas anunciadas, es lo que ha venido ocurriendo a posteriori del cierre del semestre.

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 (no ocurrió) 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; entre otras restricciones.

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 al 1/11/2024 que contaba con un saldo de USD 766.736,17, en consecuencia se infiere 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 fideicomitados 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 fideicomitados (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 fideicomitados pueden ser sustituidos siempre que se respete esta relación; de no ser así, será causal de cancelación anticipada de las ON's. 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. El Fiduciario informa sobre el estado de situación del Fideicomiso, un resumen del mismo al 30/06/2024, se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Situación Fideicomiso de Garantía (miles USD) al 30/06/2024			
Rubros	Valor actual	Valor a tomar	Total garantía
Efectivo y equivalentes	15,57	1,00	15,57
Cuentas por cobrar	-	0,90	-
Terrenos	53.245,06	0,85	45.258,30
Totales	53.260,63		45.273,87
Emisión de ON			40.000,00
Cobertura s/ contrato			113%

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 13% al valor de la emisión.

Fianza solidaria de parte de Runtuna SA³

Como se decía líneas arriba, LTI es una sociedad relativamente nueva 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; 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

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.

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 del primer semestre de 2024 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación Runtuna SA (miles de USD)			
Rubros	30-jun.-24	31-dic.-23	31-dic.-22
Activo	52.035	48.728	57.800
Activo Corriente	15.467	12.921	18.565
Activo no Corriente	36.568	35.807	39.235
Pasivo	30.232	22.900	36.599
Pasivo Corriente	10.637	9.306	11.297
Pasivo no Corriente	19.596	13.593	25.303
Patrimonio	21.803	25.829	21.200
Total Pasivo y Patrimonio	52.035	48.728	57.800
Razón Corriente	1,45	1,39	1,64

Fuente: EE.CC Consolidados Runtuna SA

Se comprueba la solvencia de la firma; mantiene un patrimonio contable superior a USD 21,8 millones aunque menor al registrado al cierre de 2023.

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 PROYECTO 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 circundante 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 que ha logrado extender distintos barrios privados en el departamento de Canelones, en el eje de Caminos de los Horneros. Más recientemente, el grupo lanzó dos nuevas emisiones de Obligaciones Negociables bajo la firma La Tahona Desarrollos que tiene como objetivo desarrollar proyectos de vivienda (casas y propiedad horizontal) llave en mano, además de espacios corporativos (ej. La Tahona Valley). Parte de los terrenos sobre los cuales se edificarán estos desarrollos componen actualmente el stock de tierras de LTI lo que refuerza su interrelación, en el marco del grupo económico citado previamente. En este sentido, LTI ha vendido lotes a LTD para desarrollar otra urbanización orientada a soluciones de housing.

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. Esto es relevante en tanto existe un valor reputacional del grupo en el desarrollo de barrios privados en la zona, y el producto ya se encuentra validado por el mercado. ***Desde su lanzamiento en diciembre de 2021, se han comercializado lotes en línea con lo previsto, lo que permite avanzar en la urbanización de los barrios siguiendo el modelo tradicional de desarrollo de este tipo de proyecto.***

En cuanto a la evolución de los ingresos por ventas en los primeros nueve meses de 2024 se ha reducido la venta de lotes respecto al año completo anterior. Sin embargo, estas ventas se han concretado a un precio superior al del año pasado que, como se recogió en la calificación anterior, era mayor al originalmente previsto en el modelo de negocios. Esto recoge el modelo de desarrollo de estos proyectos que implica la valorización en el tiempo de los lotes, a medida que se desarrolla la infraestructura. La cobranza se mantiene en niveles similares a los del año cerrado anterior y LTI tiene un stock de lotes que supera USD 60 millones entre los proyectos lanzados y otros.

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 aproximadamente 10% del stock por año, entre 100 y 120 mil m² de terrenos por año. Esto fue sobre cumplido hasta 2022, pero en 2023-24 la venta total se ubicó por debajo de la prevista. Si bien las ventas se han ralentizado durante el último año es de notar que con información a setiembre de este año se han completado los primeros tres años desde el lanzamiento comercial, y en el global la venta se ubica algo por debajo de lo previsto aunque en línea con las estimaciones realizadas al inicio. En este sentido la principal diferencia radica en los metros cuadrados comercializados, dado que los precios pactados se ubican por encima de lo previsto originalmente. Este último punto es particularmente relevante para los proyectos Cavas, cuyo precio promedio por metro cuadrado más que se duplicó si se compara el precio de las operaciones de 2024 respecto a las de 2022.

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 por encima de estos valores, incluso por encima del precio previsto en el modelo original, lo cual se juzga favorablemente al momento de cada actualización. Este elemento se mantiene en esta actualización como se consigna más arriba.**

Adicionalmente, 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 13% 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. Del mismo modo, el rol de Runtuna como fiador solidario también robustece el perfil de la emisión.

Por último, si bien el producto ofrecido por el emisor ha sido validado por el mercado en este desarrollo y en sus antecedentes directos, es relevante señalar que la proliferación de emprendimientos de similares características ha aumentado la competencia en el sector de barrios privados, y en particular en el eje de Camino de los Horneros y zonas aledañas. Algunas de las firmas que participan de este mercado enfrentan dificultades de solvencia o liquidez lo que podría ser una señal de atención sobre la situación competitiva y el mercado. En relación al primero, esto podría potenciar al grupo Tahona en tanto reduce la capacidad de otros proyectos de competir con los desarrollos del grupo. En relación al mercado, también podría indicar ser un indicador de cierto enfriamiento de la demanda, que se refleja en un menor ritmo de colocación de los terrenos o viviendas, según el caso. Es importante notar que el menor ritmo de ventas parece estar presente en el desarrollo de los proyectos Cavas, de acuerdo a la información reciente, aunque esto se ha compensado parcialmente por mayores precios de venta.

Riesgo de generación de flujos. El producto ofrecido en el marco de esta emisión ha sido validado por el mercado, el grupo Tahona es referente en el sector y el flujo comercial se encuentra alineado con el tipo de desarrollo de este tipo de emprendimiento. Las ventas se han ralentizado aunque los precios continúan aumentando. *Este riesgo por tanto es medio/bajo*

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 medio/bajo*

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

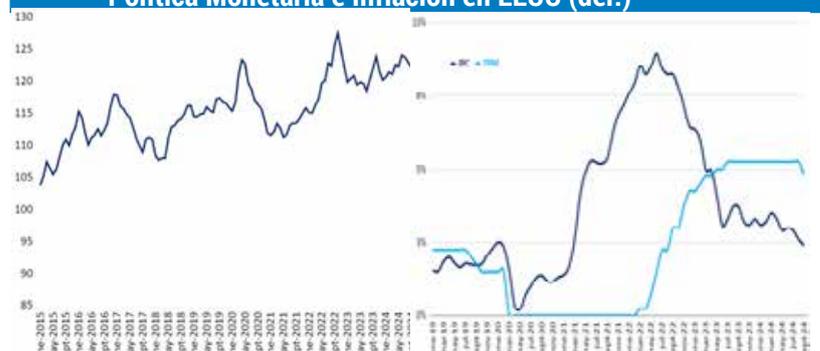
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2023, la economía global creció levemente en torno a 3,3% y se espera un crecimiento levemente menor durante 2024-25 según las últimas estimaciones del World Economic Outlook del FMI.

En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, configurando un escenario de menor preocupación por la actividad y mayor preocupación por la reducción de la inflación. En este sentido, las autoridades ya han comenzado el proceso de moderación de las tasas de interés y se espera continúen en los próximos meses. De esta forma las tasas de interés comienzan a reducirse, quitando sostén al dólar que se ha depreciado a nivel global en los últimos meses, configurando un escenario algo más benévolo a nivel financiero y generando cierto soporte a las materias primas, que además se encuentran vinculadas a otros eventos como los conflictos en Europa del Este y Medio Oriente y a factores idiosincráticos del balance oferta y demanda en particular en los agrícolas. En este sentido si bien los commodities no tendrían un impulso significativo por factores financieros, si han detenido la moderación observada desde hace varios meses.

A lo anterior se agregan dos novedades a nivel global que afectan el balance de riesgos. Por un lado, la escalada del conflicto en Medio Oriente podría configurar un escenario negativo de aumento de incertidumbre global, en especial en la medida que el conflicto involucra a nuevas naciones y se extiende geográficamente con el involucramiento del Líbano e Irán. Por otro lado, China ha anunciado una serie de estímulos monetarios, y en menor medida fiscales al momento, que tienen como objetivo que la economía retome un crecimiento de 5% en el corto plazo. Este evento podría configurar una mejora de la demanda global, acompasado con un mayor dinamismo de la economía de China, aunque aún este escenario no se ha consolidado.

De esta forma, el escenario financiero global se torna algo más favorable para las economías en desarrollo, dado la moderación de las tasas de interés en Estados Unidos que debilita el dólar e impulsa a los commodities en el margen. Este escenario es mejor que el observado durante 2023 y principios de 2024.

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



Fuente: Fred St Louis.

Al igual que en informes anteriores, el impacto del ciclo financiero global sobre el mercado doméstico se mantiene reducido y el dólar en Uruguay se ha movido de forma opuesta al mercado global, en particular por factores idiosincráticos vinculados a la entrada de capitales por el proceso de inversión real y el desempeño del sector externo, pero también y de forma más reciente a algunos eventos de risk off vinculados a factores de incertidumbre política sobre el plebiscito por la Reforma de la Seguridad Social. Más allá de lo anterior, en términos tendenciales el dólar se ha mantenido estable durante 2023-24 lo que implicó una apreciación real significativa del peso uruguayo. En 2023, a nivel de fundamentos, el ingreso de IED ha tenido un importante efecto en el Saldo de Financiamiento Externo. Es importante resaltar que el desempeño de la IED estuvo estrechamente vinculado a las obras de infraestructura y la instalación de la tercera planta de celulosa en el centro del país, pero también por el ingreso de capitales con otros destinos, entre los que se encuentra el mercado inmobiliario. Más recientemente, en setiembre y octubre el dólar tuvo un salto nominal en Uruguay (a contrapelo del movimiento global) producto de los riesgos asociados al plebiscito de la reforma de la Seguridad Social, que generó la salida de algunos fondos de inversión que estaban posicionados en títulos en moneda local. Si bien esto no es un fenómeno generalizado, constituyó un cambio respecto al desempeño previo y es una muestra de los potenciales efectos que podría tener la aprobación de este plebiscito en las próximas elecciones de octubre.

En línea con lo anterior, la estabilidad del dólar también ha contribuido a que la inflación se ubique dentro del rango meta definido por las autoridades monetarias y se espera continúe en este nivel durante 2024 hasta entrado 2026 lo que constituye una fortaleza para el proceso de desinflación, reduciendo las expectativas de los agentes. Esto podría implicar que la política monetaria podría tener cierto margen para bajar tasas de interés. Este escenario implica que la inflación en dólares continuará siendo elevada, lo cual genera oportunidades y desafíos para el sector inmobiliario, en particular la vivienda. En el primero, la inflación en dólares genera un mayor poder adquisitivo para los hogares, impulsando el consumo privado. El año pasado el consumo privado tuvo un muy buen desempeño, y se espera un año aún mejor en 2024. Esto también ha sido uno de los principales drivers del mercado inmobiliario. En cuanto a los desafíos, la contracara de la inflación en dólares es un encarecimiento relativo de los costos de producción, en especial en sectores que tienen costos en pesos e ingresos en dólares. Esto viene erosionando los márgenes de producción en el sector inmobiliario, y es la tónica de los nuevos desarrollos en la producción inmobiliaria.

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



Fuente: INE y BCU

En cuanto a la actividad económica, el 2023 cerró con un crecimiento casi nulo, producto del enlentecimiento de la actividad, una base de comparación alta producto de las etapas finales de la instalación de la tercer planta de celulosa y algunos shocks puntuales (sequía, parada de la refinera de Ancap). Este desempeño tiene cierta heterogeneidad al interior. Mientras el Consumo de los hogares tuvo un excelente desempeño dado la solidez del mercado laboral, el aumento de los salarios y la apreciación real del peso; el sector exportador experimentó un escenario negativo producto de la sequía y la baja en los precios de los commodities. En 2024, se espera un repunte de la actividad con un crecimiento de 3%, producto de la reversión de los shocks puntuales mencionados previamente. En este crecimiento, el consumo privado seguirá teniendo un rol clave, en tanto sus fundamentos se mantienen sólidos. A nivel sectorial, el agro retomaría la senda de crecimiento en comparación interanual al diluirse los efectos de la sequía del 2023.

En lo que refiere al mercado laboral, si bien la economía casi no creció en 2023, el mercado de trabajo continuó evidenciando señales positivas. En este sentido, durante 2023, se han creado 40 mil puestos de trabajo de acuerdo a lo publicado por el INE y se crearían en torno a 100 mil puestos desde el comienzo de este período de Gobierno. A nivel salarial, los salarios reales tuvieron un importante crecimiento durante 2023-2024, producto del incremento nominal que aún recoge cierto rezago post-pandemia y vinculado a la moderación inflacionaria. Todo lo anterior configura un escenario positivo para los ingresos de los hogares.

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



Fuente: INE

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

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 ententece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales trajeron aparejado un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional que limitaron el dinamismo del sector inmobiliario. Desde entonces, el sector ha evidenciado **una importante mejoría con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito y el fortalecimiento del peso uruguayo y algunos cambios normativos. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares.** Este escenario de mejora del lado de la demanda, trajo aparejado una reducción de los márgenes del lado de la oferta de los nuevos emprendimientos inmobiliarios y la necesidad de moderar el impacto de la inflación en dólares en los esquemas de costos de los nuevos desarrollos inmobiliarios. En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, en el marco de la evaluación del contexto para el desarrollo de los proyectos Cavas.

Oferta de vivienda

En términos generales, 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 y perspectivas.

El stock de viviendas existente se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 (hoy Vivienda Promovida), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento

diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes de 2020-2022 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos, en especial generando mayores beneficios y quitando los topes de precio de venta. ***Esto último impulsó la construcción de vivienda promovida con casi 800 nuevos proyectos y más de 20 mil viviendas nuevas sujetas a esta Ley.***

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

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde el año 2021, con aproximadamente 180 proyectos nuevos por año hasta 2023. Con información a junio de 2024 se cuenta con más de 130 proyectos promovidos, señal de que este fenómeno se mantiene en términos generales. Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo. También es importante resaltar que el aumento de la oferta de vivienda habría actuado en favor de la baja de los alquileres en términos tendenciales en los últimos años.

ii. Demanda por consumo e inversión

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual, por un lado constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”, por otro un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión.

Los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población, las preferencias familiares y otros elementos de decisión social, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital. Como es habitual, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

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

ii.i.i. Factores Sociales

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan modificaciones según las estimaciones de población del INE. Es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI⁴, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior. De todas formas, este

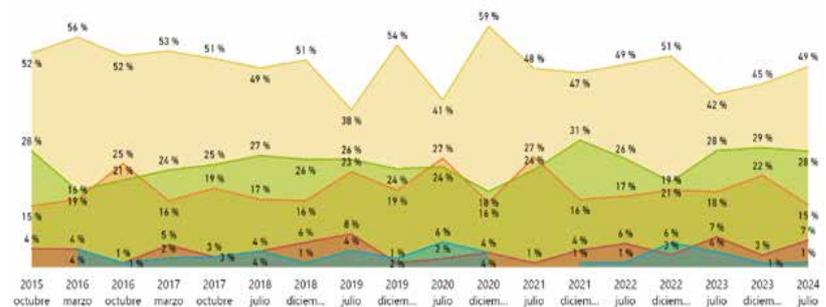
⁴ Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

proceso podría presionar la demanda de cierto tipo de inmuebles, en especial en el mercado de arrendamientos, aunque no es necesariamente un fenómeno que se observe a nivel agregado.

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

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015. De acuerdo a esta encuesta casi 70% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores.

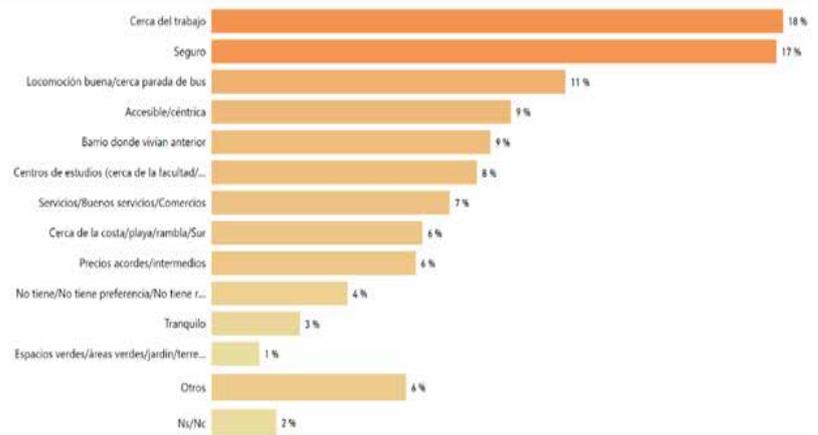
Gráfico 7 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena locomoción y seguridad, próximo del trabajo y en una zona céntrica. **Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican en relación a las últimas olas de esta encuesta.** La existencia de Garage no surge como un atributo indispensable entre los encuestados, aunque gana peso en las decisiones futuras de compra "dentro de 2 años". La configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales. Sin embargo también sigue vigente la preferencia por el eje costero hacia el este: Canelones/Ciudad de la Costa y Pinar.

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



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento de bancos privados o BHU emerge como una alternativa de forma más frecuente entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del crédito hipotecario es reducida en Uruguay, este ha venido incrementándose en los últimos años como fue destacado en informes anteriores y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento.

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo a las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubican en torno al 6% a mediados de 2024..

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 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares crecen tendencialmente, y se benefician de la apreciación del peso, impactando positivamente sobre la compra de bienes durables (automóviles, inmuebles, entre otros). Esto también se ve reflejado en indicadores cualitativos de sentimiento como las expectativas de los consumidores que se encuentran en zona de optimismo según el último relevamiento realizado por la Universidad Católica.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles.

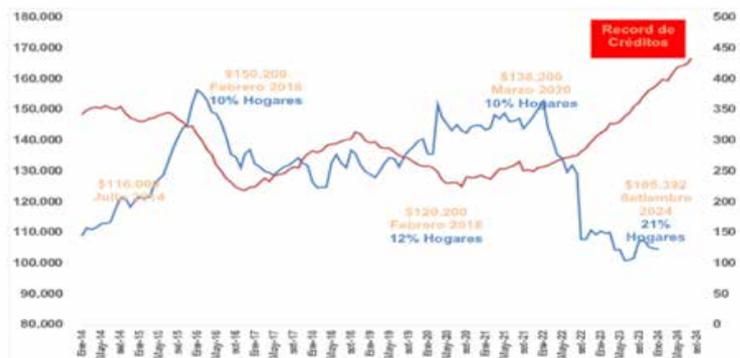
A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras trajeron aparejado una reducción en el costo de los créditos hipotecarios que derivó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a enero de 2024 creció 22% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 25%. Ambos incrementos ratifican el dinamismo del crédito hipotecario, en un contexto favorable para estas operaciones. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se ubican en torno a 4,7% promedio durante este año.



Fuente: BCU

Las condiciones de los créditos hipotecarios han continuado mejorando, lo que apuntala su desempeño reciente. No obstante, la penetración del crédito continúa siendo reducida aunque ha aumentado marginalmente. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, solo un quinto de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

Gráfico 11 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sader & Calvete (Marzo 2024).

Al comparar este indicador con los resultados de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto aproximadamente la mitad de los encuestados piensa financiar la compra con un crédito. Adicionalmente, se debe considerar que la una coyuntura económica es favorable para el desarrollo del crédito hipotecario. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación respecto al dólar durante los últimos años, aumentando los ingresos de los hogares medidos en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiban cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar.

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comienza a revertirse con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos que ha comenzado a expandir su política monetaria nuevamente. No obstante, se espera una reducción gradual de las tasas a nivel global, favoreciendo a la inversión inmobiliaria en el futuro próximo.

A pesar de ello, y en contraposición al mundo, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera. Este fenómeno habría sido explicado por dos factores, uno de carácter real vinculado a la fortaleza del sector externo, en especial la IED, y otro financiero vinculado a las tasas de interés de los instrumentos locales.

La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados.

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

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

En este sentido, la información publicada por el INE en base a la Dirección Nacional de Registro señala que hasta julio de 2024, las inscripciones

de compraventa crecieron casi 4% para el total del país, y casi 5% para Montevideo respecto al año cerrado a julio 2023. Esto confirma que los indicadores de compraventa mantienen el crecimiento, ratificando el desempeño del mercado inmobiliario.

Gráficos 12 Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Altas - 12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales mantiene una relativa estabilidad en los últimos meses, con una leve reducción en torno al 1% a agosto 2024, respecto a un año atrás. Igualmente debe notarse que el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro lado, se debe señalar que la Vivienda Promovida está exenta de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos está teniendo un dinamismo relevante para el mercado, por lo que estas operaciones no quedan recogidas en el ITP.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Por un lado, los permisos de construcción continúan creciendo, al tiempo que los cotizantes al BPS en el sector de la construcción, si bien se han desacelerado, mantienen un leve crecimiento. Este último indicador pauta la demanda de mano de obra en el sector que provee servicios habitacionales aunque no solo refiere a la vivienda sino a todo tipo de obra de construcción. Por último, del lado de los hogares, las expectativas del consumidor se mantienen en zona positiva, de acuerdo al indicador de Confianza de Consumidor elaborado por la UCU, destacando la mejora en la predisposición de compra de bienes durables.

iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE muestra cierta estabilidad en los precios en dólares en Montevideo, y cierta tendencia creciente en el resto del país lo que denota cambios en la composición de las compraventas por zona, siendo Montevideo el departamento que más se ha beneficiado del régimen de Vivienda Promovida, más que cambios en la valorización relativa por geografía.

Gráfico 13 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares (derecha)



Fuente: INE en base a DNR

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

Respecto a los contratos de alquiler, se evidencia un aumento anual en pesos nominales de entre 8% y 5% para los contratos nuevos y vigentes, respectivamente de acuerdo a la información a junio de 2024. Esto implica un crecimiento real de entre 3 y 0%, según el tipo de contrato. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo además el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

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. De todas formas, el mercado se ha diversificado más, con el surgimiento de nuevas alternativas: **i)** proyectos de barrios privados tradicionales con amplios terrenos, servicios y amenities de entorno, **ii)** 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. Es de notar que los proyectos realizados por LTI han obtenido las aprobaciones para transformar suelo rural en urbanizable en el marco de este último plan.

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 tracción, 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 estaban desarrollando otros barrios como Huertas de los Horneros, Pilar de los Horneros, Carlotta, La Juana, entre otros. Si bien cada uno tenía sus particularidades, en esencia apuntan a un público similar, y potencian el desarrollo inmobiliario en la zona. Sin embargo, en lo que va del año algunas de las empresas que están desarrollando barrios privados han encontrado dificultades de solvencia o liquidez. En particular, una de ellas se encuentra en concurso de acreedores. Esto podría ser un indicador de cierto enfriamiento de la demanda o al menos de cierto desbalance entre la oferta y la demanda en general para este tipo de proyectos. En contrapartida, esto implica una menor intensidad competitiva en el mercado de este tipo de emprendimientos, lo que podría beneficiar al grupo Tahona en tanto fue pionero en el desarrollo de este tipo de soluciones de vivienda lo que se juzga positivamente en cuanto a su reputación relacionada a estos desarrollos.

En Montevideo la normativa de Barrios Privados no permite el desarrollo de barrios exclusivos, aunque sí se han autorizado algunos barrios “semiprivados” que se han extendido al norte de Camino Carrasco. 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.

Según información del MVOT, a 2020 existían 78 Barrios Privados y en aumento. Más recientemente, Perez SAnchez (2024) indica que existen 84 BBPP en todo el país. 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) existían a 2022, 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 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, existe alta dispersión entre los distintos emprendimientos que dependen 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.**

4. 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 alentador para mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios, con impacto positivo en la generación de nuevos proyectos inmobiliarios. Además, se ha flexibilizado el régimen de alquileres, en especial en lo referente a la garantía de acuerdo con la Ley 19.889, con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso de la población a la vivienda.

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.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. El "Plan Entre Todos" del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) con créditos correspondientes a las partidas presupuestales destinadas a subsidios habitacionales de capital (Contribuciones Económicas No Reembolsables) regulada por los artículos 465 y 466 de la Ley 19.924 (y modificativas) y por el artículo 14 del Decreto Reglamentario 59/022 de 7 de febrero de 2022 configuran una nueva línea de acción política para que algunos sectores que hoy no acceden al mercado inmobiliarios, puedan acceder a la vivienda como propietarios.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras⁵.

Para la institucionalidad del sector emerge un riesgo asociado a la eventual revisión de algunos esquemas de exoneración tributaria vigentes. Si bien esto dependerá del resultado del próximo ciclo electoral, algunos sectores políticos sostienen que el gasto tributario requiere revisiones y que algunos esquemas de exoneración pueden ser revisados para poder atender otras necesidades sociales. Si bien estas propuestas aún no han sido desglosadas, la Vivienda Promovida, los regímenes Comap, los proyectos de gran dimensión económica, entre otros esquemas generales o sectoriales podrían ser sujetos de revisión en los próximos años.

⁵ La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo

6. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; no obstante existen riesgos sobre la rentabilidad de los emprendimientos por la inflación en dólares. El escenario global se torna algo más favorable para la inversión en inmuebles. El proyecto Cavas recoge las tendencias del mercado de barrios privados en una zona de alta demanda por estos proyectos y con un producto que ha sido validado por el mercado. Recientemente algunas empresas dedicadas a este tipo de emprendimientos enfrentan dificultades de solvencia, lo que podría indicar un enfriamiento del mercado o un desencuentro entre oferta y demanda. *Riesgo bajo/medio.*

El riesgo de políticas públicas. es reducido ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. En especial, los cambios en la Ley de Vivienda Promovida operan como un elemento dinamizador del sector vivienda. No obstante, el resultado de las elecciones presidenciales podría implicar revisiones a los esquemas de exoneraciones tributarias a nivel general, pudiendo afectar al sector inmobiliario en general. 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. Del mismo modo, no se esperan cambios relevantes en la normativa de Montevideo. *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.uy⁶ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

⁶. **CATEGORÍA BBB. uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de Inversión mínimo.**