

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO “PLATINUM”

Montevideo, mayo de 2021

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION: EL FIDEICOMISO Y EL OPERADOR
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
43	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME JURIDICO

**CALIFICACIÓN DE RIESGO C.P. FIDEICOMISO FINANCIERO “PLATINUM”
25 - mayo - 2021**

Títulos:	mixtos por hasta USD 165.000.000 de (dólares americanos) con un mínimo de USD 138.000.000
Distribuciones:	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management
Administrador:	Dalystown SA
Entidad Registrante:	EF Asset Management
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo
Plazo:	30 años
Comité de Calificación:	Santiago Rego, Martin Durán y Julio Preve
Calificación de riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2022 ¹
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum con la calificación BBB (uy) de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico que se adjunta como anexo. A su vez, no se advierten obstáculos jurídicos insalvables en la estructura proyectada de los Títulos Mixtos a emitirse en el marco del Fideicomiso Financiero Platinum. Un aspecto a tener en cuenta es que el proyecto se desarrollará en un inmueble aportado por los fideicomitentes. Este aporte se hace a través de la cesión de la totalidad del paquete accionario de una sociedad (Cepheus SA) propietaria de este. Como es obvio, esta modalidad tiene connotaciones diferentes al mero traspaso de los títulos del inmueble. Estas cuestiones fueron debidamente analizadas en sus aspectos jurídicos según se puede observar en el Anexo que acompaña este informe. Por otra parte, en el artículo 3 del borrador de Contrato de Fideicomiso (Constitución del Fideicomiso) se establece exhaustivamente el procedimiento a seguir a los efectos de concretar el traspaso en los términos asumidos en el proyecto, en el momento de la firma.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta una serie de escenarios de estrés ajenos al negocio, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas, incluyendo la aplicación de exoneraciones fiscales legales consistentes con las ampliaciones al régimen disponible.
- De modo especial se evalúa adecuadamente el atractivo de la zona y del segmento de unidades que producirá el Administrador a través del Proyecto Platinum. Por un lado, los antecedentes de los directores de la entidad administradora ofrecen los recaudos necesarios de conocimiento y experiencia en el sector y el negocio. En segundo lugar, la zona y las características físicas del Proyecto se amalgaman correctamente y permiten explotar un nicho de mercado en expansión, que ha mostrado cierta resiliencia a pesar de las condiciones económicas reinantes asociados al COVID-19, tal como se recoge de los estudios que se mencionan más adelante. En paralelo, existen algunas cláusulas y recaudos en el modelo de negocios respecto al arrendamiento y venta de las unidades que permiten tener cierta flexibilidad ante la ocurrencia de eventos inesperados.

- El proyecto plantea en el prospecto una tasa interna de retorno del 8,35% (para una emisión de 165 millones de dólares) que fuera sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios negativos. En particular, bajo un escenario adverso en donde se produzca simultáneamente un ajuste a la baja de los precios inmobiliarios y una reducción en la cadencia de ocupación de las unidades inmobiliarias, la tasa interna de retorno del proyecto alcanzaría 6,7%, menor que la prevista por el proyecto.
- Como se describe en profundidad en la Sección V, si bien la crisis sanitaria del COVID-19 ha tenido un fuerte impacto económico y sobre el sector inmobiliario, comienzan a observarse algunos elementos de mejora en los últimos meses. En particular, los segmentos de actividad económica que atendería el Proyecto Platinum han mostrado elevada resiliencia a pesar de la pandemia y los regímenes de trabajo a distancia que desafían al sector de oficinas. Por un lado, las oficinas del segmento objetivo del Proyecto Platinum no habrían evidenciado mayor impacto a raíz de la pandemia y habrían mantenido su atractivo: según el relevamiento realizado por Research Uruguay no han experimentado aumentos en sus niveles de vacancia y los precios se mantienen en línea con lo previsto por el Plan de Negocios del Fideicomiso Financiero Platinum. Por otro lado, el mercado de compraventas de vivienda, a pesar de la importante caída experimentada durante el segundo trimestre del último año, evidenció una rápida recuperación y se espera que exhiba cierta estabilidad en el corto plazo.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional sobre la consolidación de estímulos a la oferta de nuevos emprendimientos inmobiliarios, en especial aquellos de Gran Dimensión Económica. Si bien es posible que se establezcan otros estímulos inmobiliarios a la oferta o demanda en el corto plazo, estos no estarían orientados a los segmentos atendidos por el Proyecto Platinum. No se esperan nuevas modificaciones relevantes en el corto plazo.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para realizar la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero Platinum”.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe tenerse en cuenta a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar los resultados que permitan honrar las obligaciones contraídas con los fideicomitentes, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, se trata de una emisión de títulos mixtos con tasa de interés fija de 3% y tasa de interés contingente incremental con el correr de los años. Por tanto, la nota no dependerá directamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación, cubriendo como mínimo el interés base de 3%.

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, y. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe jurídico que se adjunta como anexo, al final de esta calificación.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de abril de 2022². No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

². En caso de que este Fideicomiso Financiero se emita en un plazo menor a seis meses desde la realización de esta calificación.

2. Antecedentes generales y características del negocio

- El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los títulos mixtos a través de la inversión de los fondos a aportarse por los Fideicomitentes en:
 - (i) La construcción de un proyecto inmobiliario denominado proyecto Platinum con una superficie total de más de 91 mil m² repartidos en tres edificios destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales y aparcamiento. Este proyecto se ubica en la zona del Puerto del Buceo, sobre la calle 26 de marzo en un terreno propiedad de CEPHEUS SA.
 - (ii) El arrendamiento de oficinas, locales comerciales, viviendas y estacionamientos y la venta de unidades de vivienda.
- De acuerdo a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario emitirá títulos mixtos de acuerdo a los términos y condiciones por un monto total de hasta US\$ 165 millones y un monto mínimo de US\$ 138 millones.
- Se constituye el Fideicomiso para que a través de la Sociedad desarrolle el Proyecto Platinum. El mismo comprende la construcción de tres edificios en el Inmueble, que se incorporará al régimen de propiedad horizontal al amparo de la ley No 16.760 y la posterior administración, a efectos de comercializar (arrendamiento y venta), en forma total o parcial las Unidades, así como la constitución de derechos reales o personales sobre ellas. Las Unidades construidas podrán tener los destinos establecidos en el Plan de Negocios.
- El proyecto se desarrollará en terreno propiedad de CEPHEUS SA cuyo paquete accionario es cedido a este Fideicomiso³. Una vez constituido el Fideicomiso Financiero Platinum, los Fideicomitentes se obligan a transferir al patrimonio de afectación autónomo del Fideicomiso, la totalidad de las acciones en dicha sociedad, con lo cual el Fideicomiso pasa a ser titular del 100% del paquete accionario de CEPHEUS. En contraprestación por dicha transferencia, se pacta en el Contrato un precio de 34,4 millones de dólares integrados por USD 32: en Títulos Mixtos y USD 2: en efectivo.
- El Administrador del Fideicomiso será Dalystown S.A cuyos directores detentan amplia experiencia y trayectoria en proyectos inmobiliarios de oficinas y vivienda de gran dimensión, siendo referentes en el sector y en el desarrollo de la zona donde se enclava el Proyecto Platinum. Por otra parte, sus directores también serán fideicomitentes del Fideicomiso Financiero Platinum en calidad de propietarios de Cepheus SA propietaria a su vez del terreno en donde se edificará el Proyecto. Más allá de estas consideraciones, el Fideicomiso prevé órganos de decisión adecuados y el establecimiento de un Comité de Vigilancia.
- El Fideicomiso tiene un plazo de duración de treinta (30) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas del mismo. El plazo está dividido en dos períodos: período de inversión y desarrollo, de cuatro (4) años y un período de gestión activa del portafolio de unidades de vivienda, oficinas, locales comerciales y garajes, tanto para la venta como arrendamiento durante el plazo remanente.

³. Al 5 de Marzo de 2020, la firma IOCCO tasó el terreno en USD 40 millones.

- Los títulos mixtos emitidos tendrán un valor nominal de 1 dólar. A su vez, se establece pagarán un interés base del 3% lineal anual sobre saldos de capital adeudados y un interés contingente con tasa incremental lineal anual sobre saldos de capital adeudados de 1,5% desde el año 4 hasta el año 7 inclusive, 3% desde el año 8 hasta el vencimiento de los Valores. Esta estructura tiene como objetivo alivianar la carga de intereses a pagar durante el período de inversión en el proyecto edilicio y entregar mayor rentabilidad a medida que se concreten las operaciones de venta y arrendamiento de las distintas unidades asociadas al Proyecto Platinum. A su vez, los títulos mixtos incluyen un componente de 10% de derecho de participación que refiere a pagos sobre el remanente, ya sea una vez cancelados todos los intereses o al momento de liquidación del FF Platinum.
- El Fondo tiene una estrategia definida con foco principal en el mercado de oficinas y vivienda en una zona Premium de expansión reciente y atractiva como centro de servicios y oficinas, desarrollando una nueva centralidad en la costa de Montevideo. A su vez, el Proyecto contempla también unidades de locales comerciales y estacionamientos que complementan la oferta edilicia y diversifican riesgos entre distintos agentes económicos y servicios. Tal como se recoge en las proyecciones del modelo financiero, el Proyecto Platinum estará orientado a la generación de espacios de oficinas A+
- Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que operará como generador de ingresos para el Fideicomiso Financiero Platinum, desarrollada mediante un plan de negocios llevado a cabo por el Administrador. En este sentido, el Plan de Negocios contenido en el Prospecto de Emisión detalla los procedimientos de comercialización y prevé elementos que acotan el riesgo, con el objetivo de salvaguardar los intereses de los titulares de certificados de participación.

3. Información analizada⁴

La información analizada fue la siguiente:

- Contrato de Fideicomiso Financiero Platinum
- Prospecto de Emisión del Fideicomiso Financiero Platinum
- Modelo Financiero del Fideicomiso Financiero Platinum y Memorando de ajustes al modelo financiero
- Tasación de terreno sito Proyecto Platinum - realizada por IOCCO
- Estados Contable del Fiduciario al 31/12/2020.
- Informe Especial de Contador Publico sobre la base de Procedimientos acordados aplicados sobre los Estados Financieros de CEPHEUS SA al 31/10/2020
- Informe Jurídico sobre Fideicomiso Financiero Platinum - elaborado por Dr. Leandro Rama

⁴ CARE aún debe recibir la documentación definitiva a confeccionarse antes de la emisión

- Análisis del Mercado inmobiliario “Complejo Platinum en el Buceo” en segmento y zona de Influencia - realizado por RESEARCH Uruguay
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a febrero 2020 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario, realizado por BRIC ANALYTICS, de fecha febrero 2021.
- “Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”; marzo de 2021. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette
- Uruguay XXI; “Oportunidades de inversión en el mercado inmobiliario”; diciembre de 2020.
- Workplace; “Mercado de oficinas”; 2020.

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:

- a)** El papel o instrumento financiero, en este caso los títulos mixtos a emitir.
- b)** La administración.
- c)** Los activos subyacentes y flujos esperados.
- d)** El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el Manual de Procedimientos de CARE. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota⁵.

⁵. Ver “Manual de calificación de finanzas estructuradas...” Punto 3.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación (títulos mixtos) en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Platinum

Fiduciario: EF Asset Management

Administrador: Dalystown SA

Entidad

Representante: Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

Títulos a

emitirse: Certificados de Participación.

Activos del

Fideicomiso: Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.

Moneda: Dólar fondo

Importe de

la Emisión: Se emiten títulos mixtos por hasta USD 165 millones; emisión mínima USD 138 millones

Distribuciones: Anuales con interés base e interés contingente según procedimiento establecido en el contrato.

Calificadora

de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo.

Calificación

de Riesgo: BBB.uy

2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas se incluye como anexo.

Después de haber analizado y relevado la información jurídica y contractual vinculada al Fideicomiso Financiero⁶ que aquí se califica y el Due Diligence de Cepheus SA, el informe jurídico señala que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales. En particular señala que:

⁶. Prospecto Informativo, Contrato de Fideicomiso Financiero, Contrato de Administración, Contrato de Entidad Representante y Documento de Emisión en su versión borrador

“..como concepto general que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales y de poder normativo negocial de las partes. En cuanto a los derechos de crédito y participación que derivan de los Títulos Mixtos a emitirse, no se advierten obstáculos jurídicos insalvables en la estructura proyectada. ”

Más adelante, en la sección de contingencias jurídicas, recorre el poder normativo de los constituyentes, el poder normativo de los títulos mixtos y el due diligence legal. Sobre esto, concluye que ***“la primera etapa de la cláusula 3 del Contrato está cumplida y el Informe comentado demuestra con solvencia que están dados todos los requisitos jurídicos para la transferencia de las acciones concomitantes con la suscripción de los Valores.***

“Recapitulando, la estructura jurídica adoptada no merece reproche en orden a su validez y eficacia obligacional. Ello no es óbice de considerar los precedentes comentarios a la hora de tomar la decisión de invertir en la emisión bursátil de marras.”

Finalmente, y a modo de cierre del informe, se destaca la conclusión final sobre el proceso de emisión y el repago de los títulos mixtos:

“En conclusión y con las particularidades explicadas en el curso de este informe, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten contingencias jurídicas insubsanables en el proceso de emisión y el período de repago de los Títulos Mixtos.”

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante, este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *El riesgo es bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Dalystown SA en su calidad de administrador y organizador.

1. EF Asset Management (EFAM) (El Fiduciario)

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

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

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

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

Autoridades

Integran su Directorio; Diego Rodríguez Castagno, en calidad de Presidente y Nelson Mendiburu Battistessa, como Vicepresidente.

Situación económica y financiera⁷

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2020 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

⁷. En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

Cuadro 1 Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	15.859	16.842	9.167
Activo no Corriente	228.346	176.772	95.074
Total Activo	244.205	193.613	104.240
Pasivo Corriente	27.348	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	180.257	140.738	63.040
Total Pasivo	207.605	162.870	77.408
Patrimonio	36.600	30.743	26.832
Total Pasivo y Patrimonio	244.205	193.613	104.240
Razon Corriente	0,58	0,76	0,64

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados de la firma a diciembre de 2020 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos Operativos	60.275	48.081	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(53.901)	(43.595)	(41.745)
Resultado Operativo	6.373	4.486	3.431
Resultados Financieros	2.566	2.484	(682)
Resultados antes de impuestos	8.939	6.970	2.749
IRAE	(2.686)	(2.586)	(1.120)
Resultado del período	6.253	4.384	1.629
Res Operativos/Ingresos	10,57%	9,33%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	10,37%	9,12%	3,61%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Dalystown SA (Administradora/Organizadora)

Dalystown S.A. (en proceso de cambio de nombre a Quorum S.A.) es una sociedad anónima cerrada uruguaya con acciones nominativas, constituida el 11 de octubre de 2019. Será la encargada de llevar adelante las funciones que como administrador le encomiendan el contrato de Fideicomiso y el Contrato de Administración. El presidente del Directorio es Eduardo Campiglia Larre y su vicepresidente Ernesto Kimelman Epstein. La composición del capital accionario es la siguiente:

- Eduardo Campiglia Larre 30,04%
- Germán Campiglia Monzón 12,00%
- Patricia Lara Campiglia Monzón 12,00%
- Ernesto Kimelman Epstein 24,96%
- Tali Kimelman Flechner 7,00%
- Gali Kimelman Flechner 7,00%
- Dana Kimelman Flechner 7,00%

De lo anterior surge claramente que la sociedad Dalystown S.A (en el futuro Quorum S.A) no cuenta con antecedentes en las funciones a que se

compromete en esta operación, por lo tanto, su capacidad e idoneidad hay que buscarla en sus accionistas que, como puede verse, lo son las familias Campiglia y Kimelman,

En tal sentido, a continuación, se brinda una breve reseña de los principales accionistas proporcionado por la firma e integrantes del Directorio.

Eduardo Campiglia Larre: Director de la empresa ING. E. CAMPIGLIA CONSTRUCCIONES S.A, empresa de reconocida actuación en el medio que cuenta con más de 40 años de experiencia en el sector inmobiliario y construcción.

Nació en Montevideo en 1948. Es Ingeniero Civil egresado de la Universidad de la República en 1979. A lo largo de su trayectoria fundó y dirigió su compañía dedicada a la desarrollo y construcción de proyectos inmobiliarios, con una participación en el mercado local superior a los 500.000 m². Algunos de sus desarrollos inmobiliarios destacados son:

- Torres Delphinus
- Complejo Estrellas del Sur
- Complejo eTower
- Torres Náuticas
- Torre Caelus

Como constructor ha realizado numerosas obras para terceros de carácter público (tendido de redes a nivel nacional para ANTEL, UTE y OSE) como también de carácter privado. Entre las obras de gran escala para terceros se destacan:

- Nuevo Aeropuerto Internacional de Carrasco
- Torre Ejecutiva
- Auditorio Nacional del Sodre Dr. Adela Reta

Es presidente de Tecnorel SA, empresa asesora del Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I y de hecho, responsable de la construcción de las unidades de viviendas de dicha operación.

Ernesto Marcos Kimelman Epstein: Titular del Estudio KIMELMAN MORAES. Nació en Montevideo en 1952. Es Arquitecto egresado del Israel Institute of Technology – TECHNION en 1977. Ha ejercido la profesión siempre en el ámbito de la actividad privada.

Su campo de actuación ha sido muy extenso, incursionando en Arquitectura Residencial, tanto en desarrollos de Interés Social cuanto, en edificaciones de Alto Standing, en Arquitectura Bancaria, en Arquitectura Comercial, en Obras de Rehabilitación y en Proyectos Urbanísticos.

Entre éstos últimos se destacan el Plan Parcial de Rehabilitación Integrada para un Sector de la Ciudad Vieja de Montevideo, el Plan de Rehabilitación de la Plaza Zabala y su Entorno, el Plan de Desarrollo Urbano y el Plan Urbano de Detalle para una superficie de 8 hectáreas en el Buceo en Montevideo, y un Plan Urbano de Detalle en Ciudad de la Costa, Departamento de Canelones.

Entre las obras de arquitectura de gran magnitud de su co-autoría, se destacan:

- Complejo World Trade Center-Montevideo (WTC1, WTC2, WTC3, WTC4, WTC Free Zone 1 y WTC Free Zone 2)
- WTC-Punta del Este
- Torres Náuticas
- Torre Caelus
- Edificio Calypso
- Bilú-Carrasco
- Boating-Carrasco

En el ámbito empresarial, ha participado también como desarrollador y accionista de muchos de los emprendimientos antes referidos. Es vicepresidente y accionista de:

- MARCIRY S.A. - empresa desarrolladora del Complejo WTC Montevideo
- WTC FREE ZONE S.A. - empresa desarrolladora y explotadora de WTC Montevideo Free Zone I y II
- MIDONY S.A. - empresa desarrolladora de WTC Punta del Este
- CHAFORD S.A. - empresa desarrolladora de Boating Carrasco

Directorio de la sociedad: El Directorio de la Sociedad estará integrado por dos miembros. Sin perjuicio de lo anterior, los accionistas podrán revisar el número de integrantes y se podrá modificar siempre que se cuente con la conformidad de los accionistas que representen el 65% del capital integrado y el voto conforme de los Accionistas Ernesto Kimelman y Eduardo Campiglia mientras estos revistan la calidad de tal.

Rol de los directores: El desarrollo de los negocios y el know how necesarios para resolver los asuntos de la Sociedad serán el cometido principal del Directorio. Para actuar de acuerdo al Plan de Negocios, el Directorio controlará la performance de la Sociedad (objetivos financieros, metas principales y estrategias comerciales) y la actuación de la Gerencia Ejecutiva, brindándole asesoramiento constante para el cumplimiento de las obligaciones. El Directorio seleccionará, evaluará y, de ser necesario, sustituirá al Gerente Ejecutivo y a su vez asesorará a este respecto a la selección y evaluación de los principales ejecutivos de la estructura de la Administración.

Resulta evidente, entonces, que la idoneidad y capacidad para llevar adelante el plan de negocio propuesto en el fideicomiso que nos ocupa debe referirse al Ing. Campiglia y al Arq. Kimelman y sus respectivas empresas lo que queda demostrado en función de los antecedentes citados.

Un aspecto resaltable, que pone de manifiesto el compromiso de los operadores, es el hecho que aportan al fideicomiso, en tanto fideicomitentes, el inmueble sobre el cual se habrá de desarrollar el proyecto. Este inmueble es propiedad de Cepheus SA y la cesión al fideicomiso se realiza a través de la cesión de las acciones de la mencionada sociedad. Los fideicomitentes, una vez cumplidos los requisitos del traspaso de las acciones, recibirán en contrapartida títulos mixtos por un valor nominal de USD 32.4 millones y USD 2 millones en efectivo. Al respecto cabe decir que el administrador presentó informe especial de Contador Público sobre la base de procedimientos acordados aplicados sobre los estados financieros de Cepheus SA al 31/10/2020 en el marco del proceso de due diligence.

Por otra parte, cabe destacar que su actuación estará enmarcada en un fideicomiso, estructura jurídica que preserva el patrimonio de este sin que se vea afectado por circunstancias que eventualmente puedan afectar a sus administradores u operadores. Asimismo, dicha actuación se rige por un contrato que determina facultades y limitaciones y sujeta a organismos de control de estilo en estos casos.

Por lo tanto, se concluye que no se advierten riesgos en la ejecución y gestión del plan de negocios propuesto.

Riesgos Considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de la firma administradora, con las características mencionadas en los párrafos precedentes, y de EFAM, así como la creación del Comité de Vigilancia se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que, aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

Riesgo por cambio de administrador, se encuentra también previsto en función de diversos resultados. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato del Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de emisión, el objeto principal del Fideicomiso es generar rentabilidad para los titulares mediante i) el desarrollo de un proyecto inmobiliario (complejo Platinum) que consta de tres edificios con una superficie total de 91.310 m² y; ii) la posterior venta de viviendas y arrendamiento y usufructo de oficinas, locales comerciales y estacionamientos del citado complejo. Para la creación del Fideicomiso Financiero, los fideicomitentes harán entrega de un bien inmueble, para el cual existe una tasación adecuada, sobre el cual se desarrollará el proyecto inmobiliario Platinum, a lo que se sumará la emisión de títulos mixtos a ser adquiridos por inversores.

Las proyecciones económicas se plantean para un plazo de 29 años, culminando en 2048. El flujo de fondos simplificado se presenta en el cuadro 3 de la siguiente sección. Los ingresos proyectados en el modelo de negocios se generan, a modo de simplificación, a través de dos elementos: (a) el ingreso por alquileres de oficinas, estacionamiento y locales comerciales, (b) el ingreso por la venta de unidades destinadas a la vivienda (y el alquiler del remanente en el proceso de venta). El modelo incorpora varios supuestos clave que es importante destacar. Por un lado, asume que en un período de siete años se venden todas las unidades destinadas a vivienda, mientras que las oficinas, locales comerciales y más del 80% de los estacionamientos son destinados al arrendamiento (el remanente -aprox 17%- de estacionamientos se venden en mismo plazo que la vivienda). Estos arrendamientos comienzan a partir del año 3 con un % de vacancia que comienza en 75%, y se plantea una ocupación creciente que alcanza casi 95% al octavo año, mientras que no supera el 85% en toda la vida útil del proyecto para los estacionamientos. Los precios son fijados en dólares americanos y se asume un ajuste anual en línea con la inflación esperada para Estados Unidos en el mediano y largo plazo (2%).

A su vez, la estrategia de inversión del FF y el timing del Proyecto Platinum permite aprovechar las modificaciones de los últimos años en lo que refiere a los estímulos fiscales, en especial una serie de estímulos aprobados en los últimos años, entre los que se destaca como último hito los vinculados a Proyectos de Gran Dimensión Económica (decreto 138/2020). Estos se explicitan, tanto en el Prospecto como en el Modelo Financiero y son adecuadamente contemplados. El prospecto de emisión detalla adecuadamente un uso eficiente de los mecanismos de exoneración disponibles para que el modelo de negocios pueda ser realizado.

2. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos y sensibilidad

2.1. Rentabilidad esperada y principales supuestos

El Prospecto de Emisión y modelo financiero estiman que la TIR del proyecto será 8,35% (ver cuadro 3),

La información aportada en el prospecto de emisión incluye un modelo financiero que supone el período de construcción del proyecto estimado

en 3 años, y su posterior usufructo, arrendamiento y venta hasta el final del período abarcado por el modelo. Algunos de los principales supuestos fueron comentados anteriormente. Sin embargo, con el objetivo de evaluar la rentabilidad de la inversión y sensibilizar el escenario previsto, a continuación, se discuten en profundidad los supuestos subyacentes al modelo financiero, contenidos en el plan de negocio.

Los principales supuestos introducidos en el modelo son los siguientes:

- Precios de mercado: para el caso de las viviendas y estacionamientos en venta se asumen precios base de USD 3.341/m² y USD 27.234/unidad, respectivamente. Para el caso de los arrendamientos, el precio mensual para oficinas, locales comerciales y oficinas equipadas se ubican en USD 25/m² para los dos primeros y USD 34/m² para el tercer caso (aprox. 20% del total de oficinas). Los estacionamientos prevén un alquiler mensual de USD 150. Estos precios se juzgan adecuados a las condiciones de mercado e incorporan los cambios recientes que ha tenido la dinámica del mercado y los cambios en precios relativos producto de la crisis del COVID-19.
- Los precios se ajustan a una tasa de 2% anual, en línea con la inflación de EE.UU, asumiendo que el valor de las propiedades se mantiene constante en el tiempo.
- Tasa de ocupación de arrendamientos: Se asume una curva de ocupación para los arrendamientos de oficinas de 25% al finalizar las obras y esta es creciente hasta alcanzar el 95% al octavo año. Para el caso de locales comerciales la ocupación también es del 25% al tercer año, pero la vacancia se mantiene constante luego del octavo año en 15%. Los estacionamientos que no son vendidos (aprox. 83%) son arrendados mediante una curva de ocupación similar a las oficinas. El modelo financiero y plan de negocios no prevé en el escenario actual la venta de ninguno de estos tres elementos. De todas formas, existen cláusulas que permitirían modificar esto si las condiciones de mercado cambian y se cumplen determinados requisitos al interior del Fideicomiso.
- Cadencia de venta de unidades: En cambio, para el caso de las viviendas se plantea que la venta se concretará en siete años (igualmente con el 17% de las plazas de estacionamiento). Para concretar esta curva de ventas, las primeras operaciones comienzan desde el primer año; para el 4o año se plantea haber vendido 70% de las unidades y el remanente en los siguientes 3 años. En tanto las unidades de vivienda estén en proceso de venta se estipula que serán puestas en alquiler, pero esto alcanza a pocas unidades a partir del año 4.
- El proyecto aplica a los últimos cambios introducidos a los beneficios fiscales por proyectos de Gran Dimensión Económica que implica un mayor aprovechamiento de IVA e IRAE, y la exoneración del IP al terreno sobre el cual se construirá el Proyecto
- Costo de Construcción: los primeros pasos de la obra ya han comenzado, y los procesos licitatorios por la obra ya se encuentran encaminados por lo que se cuenta con una proyección respaldada de los costos vinculados a la obra. El costo de construcción asciende a 1.169 USD/m²

- Costos de estructuración del proyecto: estos costos parecen adecuados en tanto incluyen costos estándares de asesores legales y financieros.

Cuadro 3 - Flujo de fondos en dólares del proyecto de construcción y del Fideicomiso Financiero bajo una emisión de USD 165 millones

	2020	2021	2022	2023	2024	2030	2035	2043	2047	2048
FCF antes de impuestos	(45.979.452)	(28.704.052)	(40.872.735)	(20.800.144)	4.822.399	15.276.937	16.827.721	17.221.874	18.129.661	283.673.970
Impuestos	(626.060)	(517.671)	(327.968)	(363.267)	(165.722)	(799.719)	(1.270.991)	(3.041.979)	(2.562.021)	(7.571.331)
Free Cash Flow	(46.605.513)	(29.221.723)	(41.200.704)	(21.163.411)	4.656.677	14.477.217	15.556.730	14.179.895	15.567.640	276.102.639
TIR del Proyecto	8,12%									
FF Equity	(1.580.790)	(4.067.149)	(5.392.710)	(2.608.891)	-	-	-	9.564.124	15.567.640	276.102.639
FF Deuda	(14.227.109)	(36.747.493)	(48.534.390)	(25.032.816)	4.656.677	14.477.217	15.556.730	4.615.771	-	-
FF Títulos Mixtos	(15.807.899)	(40.814.643)	(53.927.100)	(27.641.708)	4.656.677	14.477.217	15.556.730	14.179.895	15.567.640	276.102.639
TIR Títulos Mixtos	8,35%									

Fuente: Prospecto de Emisión y modelo Financiero Proyecto Platinum

Las variables clave en el flujo de fondos refieren a la evolución esperada del mercado inmobiliario. Cómo se ha visto en los últimos años, este es un mercado que, ante rigideces en los precios, suele ajustar por cantidades. A su vez, la actual coyuntura del COVID-19 implica un grado de incertidumbre particularmente elevado, en tanto podría implicar cambios en los patrones de adquisiciones y arrendamiento de espacios inmobiliarios, tanto por parte de las empresas como de los hogares. Respecto a este punto, el propio prospecto de emisión resalta que "... los Beneficiarios reconocen y aceptan que por las particulares características de los bienes que integrarán el patrimonio del Fideicomiso, las inversiones realizadas están sujetas a las fluctuaciones del mercado...". Asimismo, el prospecto de emisión indica que el Administrador queda facultado para modificar el objeto de las unidades. Esto podría ser particularmente importante para el mercado de oficinas, donde se espera que se mantengan bajo arriendo durante todo el período, pero si las circunstancias ameritan podrían ser liquidadas antes del fin del período, bajo condiciones preestablecidas en el Prospecto de Emisión.

En relación al precio de los arrendamientos, tanto para oficinas como locales comerciales los precios previstos por m² se ajustan al mercado de oficinas A y A+, de acuerdo al relevamiento realizado por Research Uruguay. Particularmente, estudios contratados por CARE señalan que el precio del m² en oficinas de similares prestaciones a las previstas en el Proyecto Platinum, incluso en la misma zona, se encuentran en torno a USD 24/m², similares a los previstos en Platinum. Incluso, otros potenciales competidores que ofrecen prestaciones similares al Proyecto Platinum, aunque en otras zonas, se encuentran por encima de este precio, siendo estas por lo tanto estimaciones que se entienden adecuadas al mercado de oficinas A+. Sobre el precio de venta de las viviendas, este se estipula en USD 3.341 por m², lo cual también se encuentra en línea con el mercado de viviendas de prestaciones similares según el relevamiento realizado por Briq Analytics en la zona de influencia del proyecto Platinum

Por su parte, los supuestos de ocupación podrían tener eventuales alteraciones en el marco de las condiciones de mercado. Si bien estos supuestos asumen tasas de ocupación/vacancias similares a los de otros proyectos similares, las condiciones actuales vinculadas al COVID-19 y los potenciales cambios en el comportamiento de las empresas y hogares hacen difícil prever una trayectoria definida para la demanda por estos servicios, lo que será recogido más adelante en esta sección. Si bien es dable pensar que el teletrabajo será una práctica frecuente en el futuro, no es posible afirmar que las empresas pasarán a ser 100% digitales y existen argumentos para sostener que la oficina física mantendrá su importancia,

aunque con funciones y prestaciones que serán redefinidas en el futuro. No obstante, en los últimos meses se han anunciado la instalación y expansión de empresas que demandan servicios de oficinas de prestaciones A+

2.2. Riesgos y sensibilidad de la rentabilidad del proyecto

De forma de evaluar la rentabilidad del proyecto, es necesario sensibilizar los supuestos que son clave en la generación de los flujos esperados por la venta y arrendamiento de las unidades del Proyecto Platinum. En este sentido, la naturaleza del proyecto hace evidente que la evolución de los precios de venta y alquiler, junto a la curva de ocupación y vacancia son elementos determinantes para el cumplimiento de las metas del Fideicomiso. En particular, es necesario considerar las particularidades del proyecto con relación a otros emprendimientos en el mismo mercado, y evaluar distintos escenarios de rentabilidad para entender en qué condiciones el proyecto arroja un adecuado balance riesgo-retorno.

Escenario 1 - Ajuste a la baja en los precios.

En este escenario se asumen que los precios tienen una quita respecto a lo previsto en el Plan de Negocios. Si bien estos se adecúan al mercado de arrendamientos de oficina y vivienda según el relevamiento realizado por Research y Briq Analytics, es relevante realizar una sensibilidad sobre estos, de forma de evaluar una potencial rentabilidad en un entorno adverso para el mercado inmobiliario, con ajuste a la baja sobre los precios.

Para simular este escenario se parte de la distribución de los precios de arrendamientos de oficinas y de venta de viviendas, todos ellos en relación con el m². En particular se asume que los precios previstos en el modelo financiero tienen un ajuste a la baja de forma de ubicarse en el límite superior del primer cuartil de la distribución de precios relevados por Research en la zona de competencia del Proyecto Platinum. Para el caso de las oficinas se cuenta con un relevamiento de precios de alquiler en un complejo de oficinas próximo y que atiende al mismo segmento de mercado sobre un total de 15 oficinas de distinto metraje, lo que se complementa con los precios de oferta de los avisos clasificados de oficinas del mismo segmento que los previstos en Platinum. Para el caso de las viviendas, se cuenta con un relevamiento también en base a avisos clasificados, tanto para arrendamientos como para venta de viviendas. En todos los casos, la lógica de sensibilidad es la misma y se asume que los precios de cada caso serán, en lugar de la mediana (valor similar al estipulado en el modelo financiero), los valores que alcanzan el 25% de la distribución de precios del mercado. Es decir, se sensibiliza el precio promedio establecido en el prospecto para llevarlo aproximadamente al precio máximo del 25% de las publicaciones más baratas del segmento. Esto implica un ajuste de 9% en el precio por m² de las viviendas en venta y 20% para las oficinas, tal como se describe debajo. Este ajuste de precios se asume en el primer año, mientras que los mecanismos de ajuste de los años siguientes no se modifican.

Cuadro 4 - Resumen de sensibilidad Escenario 1 vs Base

Precios en USD x m ²	Escenario Base	Escenario 1	Esc 1 vs Base
Venta - Vivienda	3.341	3.040	-9,0%
Alquiler - Oficina y locales	25	20	-20,4%
Alquiler - Of. Equipa	34	27	-20,4%
Alquiler - Vivienda	15	13	-15,3%

En el caso de que los precios de las unidades bajo arrendamiento o venta tuvieran reducciones entre 9% y 20% como se detalla en el cuadro anterior, la TIR estimada bajo este escenario se ubicaría en 7,1%. En este sentido, una reducción significativa en los precios de partida asumidos por el proyecto tiene un efecto a la baja sobre la TIR estimada originalmente de 125 puntos básicos.

Escenario 2 - Baja en la ocupación y venta de las unidades

Bajo este escenario, las unidades a vender y arrendar tendrían un menor ritmo de ocupación. Esto implica que los plazos de venta se estirarían y las unidades en vacancia serían mayores a las previstas en el plan de negocios. Es importante destacar que la vacancia esperada para las oficinas en el escenario base alcanza 5% (similar a la referida en construcciones análogas, según la información provista por Research Uruguay) al 4° año para las oficinas con terminaciones y al 6° año para el resto de las oficinas, en tanto para las unidades destinadas a vivienda se venderían la mitad de las unidades a construir en los primeros tres años de vigencia del Fideicomiso. En este sentido, es importante analizar en qué medida cambios en la ocupación esperada podrían impactar en la rentabilidad esperada. Para esto el cuadro siguiente resume una trayectoria alternativa con una cadencia de venta y arrendamiento menor a la prevista. Más precisamente se asume que se alcanza la venta de 50% de las unidades de vivienda recién en 2025, tres años después que el escenario base y con un comienzo más lento. Para los arrendamientos de oficinas, se parte de un porcentaje menor los primeros años y se alcanza el estado estacionario (95% de ocupación) al menos dos años después que el escenario base, recién al 8° año de funcionamiento. Es importante destacar dos elementos. Por un lado, la menor ocupación de unidades también impacta negativamente en la venta de estacionamientos con impacto en la generación de ingresos. En otro sentido, la reducción en la venta de unidades de vivienda favorece al negocio de arrendamiento que en el escenario alternativo incrementa sus ingresos respecto al de base, producto del ciclo de venta más largo. Esto último es un elemento mitigador que permite moderar el impacto negativo del escenario 2 sobre la rentabilidad del proyecto.

Bajo este escenario 2 de menor ocupación y venta, la TIR estimada del proyecto se ubicaría en 7,75%.

Cuadro 5- Resumen de sensibilidad Escenario 2 vs base

	% de Venta		% de oficinas alquiladas		% alquiler oficinas con terminaciones	
	Escenario Base	Escenario 2	Escenario Base	Escenario 2	Escenario Base	Escenario 2
2020	10%	5%				
2021	15%	5%				
2022	25%	5%				
2023	20%	15%	25%	20%	30%	24%
2024	15%	15%	40%	32%	60%	48%
2025	10%	20%	55%	47%	90%	77%
2026	5%	25%	70%	60%	95%	81%
2027			85%	72%	95%	81%
2028			95%	86%	95%	86%
2029			95%	90%	95%	90%
2030			95%	95%	95%	95%
2031			95%	95%	95%	95%

Escenario Pesimista 3 - Baja en precios y en cadencia de venta y ocupación

Más allá de los escenarios planteados anteriormente, es relevante simular un escenario más pesimista en el cual se conjuguen un mercado que ajusta por cantidades y por precios en todos las principales áreas de negocio del Proyecto Platinum. Este escenario sería la conjunción del escenario 1 y 2, siguiendo los mismos supuestos de ajuste en todas las dimensiones planteadas. Bajo este escenario marcadamente más pesimista **la rentabilidad esperada para el Fideicomiso en toda su vida útil se ubicaría en 6,7%**.

2.3 Estimación del costo de oportunidad del capital

Por último, en lo que refiere a la evaluación del flujo de fondos esperados del proyecto, es posible realizar un ejercicio de benchmarking de la tasa de retorno esperada con el objetivo de medir el atractivo del proyecto. Para esto se utiliza el modelo de valuación Capital Asset Pricing Model (CAPM) en el cual, siguiendo a Damodaran⁸, se adiciona una prima de riesgo que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto, en este caso el mercado inmobiliario/real estate. En consecuencia, para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁹.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo de mercado (Equity Risk Premium UY). Es el premio por riesgo específico al mercado y país que opera el proyecto (diferencia entre el rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo ajustado por riesgo país).

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds de la Reserva Federal de EE.UU. En este caso, dado que se trata de un proyecto a 30 años, se considera la tasa al mismo plazo de las T-bonds. A su vez, se opta por el promedio de los últimos 5 años, en tanto el escenario de tasas bajas asociados al COVID-19 haría que la tasa a considerar actualmente sea menor a este promedio. Este supuesto es conservador y busca penalizar al proyecto en la comparación de su rentabilidad. En los últimos cinco años, ese rendimiento se ubicó en 2,5%, y en el momento actual está en torno a 2,3%, aunque hace algunos meses esta tasa osciló entre 1% y 1,5%. Es de esperar que mientras se mantengan los efectos económicos del COVID-19 y la consiguiente expansión monetaria e incremento del crédito las tasas de interés se mantendrán bajas.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaran para proyectos de Real Estate diversificados, para enero de 2021 se ubica en 0,64, lo que indica que la inversión en el desarrollo de real estate con componente arrendamiento y venta tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Por último, el Equity Risk Premium de Uruguay, también según Damodaran para enero 2021, se ubica en 6,56%, lo que incluye los riesgos de iliquidez típicos del mercado uruguayo e incluye la prima de riesgo país.

⁸. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

⁹. Se consideraron los betas promedio de empresas de real estate de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaran

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 6,71%, siendo menor a la TIR estimada para el FF Platinum tal fue presentado anteriormente. Si bien esta comparación no debe ser considerada en sentido estricto, sirve a modo de comparación para tener una referencia que permita conformar un juicio acerca de la inversión. A su vez, es importante destacar que el entorno financiero global se muestra líquido y con aún baja rentabilidad esperada en el mundo desarrollado, lo que actúa en favor del proyecto en economías emergentes, sobre todo al reducir la rentabilidad esperada de otras inversiones alternativas. No obstante, algunos desarrollos recientes vinculados al anuncio de estímulos fiscales en Estados Unidos podrían alentar cambios en este escenario de base.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios descrito en el Prospecto, sus supuestos, el desarrollo inmobiliario de la zona y la diversidad de la fuente de ingresos que tiene el Administrador, junto a cierta flexibilidad que permite el Plan de Negocios, se considera que existe un riesgo moderado de generación de los flujos. A su vez, los escenarios de sensibilidad demuestran que aún en escenarios adversos, el modelo planteado resultaría en una adecuada rentabilidad para los inversores. *Este riesgo por tanto es medio/bajo*

Riesgo de descalce de monedas. Podría haber cierto descalce en tanto los ingresos serán mayormente en dólares, en tanto el costo de la construcción es mayormente denominado en moneda nacional, al tiempo que las tasas de interés pagadas a los inversores serán nominadas en moneda extranjera. No obstante, los ingresos tienen una cadencia ta, y se encuentran diversificados entre hogares y sector corporativo que no necesariamente estará atado al desempeño de la economía uruguaya, por lo que no se aprecia un riesgo sistémico en este caso. *Este riesgo por tanto es medio/bajo*

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el proyecto Platinum, y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que pueden incidir directamente en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

Para la elaboración de esta calificación CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadoradora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público.

Los documentos utilizados consultados se detallan en la Sección I

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis de los mercados relevantes para Platinum. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, separando la evolución de oficinas, vivienda y locales comerciales y estacionamientos, con foco en el Proyecto Platinum. Esta sección analiza detenidamente el contexto y perspectivas de cada uno de estos mercados en tanto se trata de mercados segmentados que determinan directamente las perspectivas del Proyecto Platinum.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

La economía mundial enfrentó un shock negativo inédito durante el último año asociado a la pandemia desatada por el COVID-19. La irrupción del virus implicó el despliegue de importantes medidas de restricción a la movilidad de las personas para lograr enlentecer el ritmo de contagio del virus y limitar su propagación, cuya contracara fue un importante deterioro de la actividad económica con impactos asimétricos sobre los distintos sectores de actividad y sobre la población. A este respecto, el Fondo Monetario Internacional estima que la actividad económica mundial se contrajo 3,5% en 2020 y proyecta que ésta se recuperará a un ritmo anual de 5,5% en 2021, aunque de forma asimétrica entre países.

En respuesta a la profunda crisis económica, los gobiernos de las economías avanzadas han desplegado políticas fiscales y monetarias extremadamente agresivas, que, no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que también han configurado un escenario financiero benigno para las economías emergentes. En este sentido, los elevados niveles de liquidez internacionales han derivado en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercanas a cero o incluso negativas- y un dólar que tendió a debilitarse a nivel mundial.

Este escenario, que podría perdurar por varios años, implica un mayor flujo de liquidez a países emergentes.

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



Fuente: EconUy

De todas formas, en tanto la incertidumbre aún continúa siendo elevada, existen riesgos a la baja y al alza que podrían impactar sobre la trayectoria de la recuperación. Por un lado, la evolución del virus podría implicar nuevos brotes con impacto negativo en la actividad (ej. Europa). En paralelo, la vacunación podría limitar este riesgo o incluso acelerar el proceso de recuperación en algunos mercados. Por otro lado, el escenario de bajas tasas de interés no permite descartar escenarios de estrés financiero o incluso de generación de burbujas en algunos activos.

En línea con lo anterior, Uruguay no escapa a las consecuencias sanitarias y económicas de la pandemia. En este sentido, luego de que la actividad económica evidenciara una contracción de 5,9% en términos anuales durante el último año, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que esta se recupere a un ritmo anual de 2,9% y 2,5% para 2021 y 2022, respectivamente. Esto implicaría que el país recién alcanzaría en 2023 los niveles de actividad previos a la pandemia

La irrupción de la pandemia obligó a las autoridades a desplegar medidas para mitigar el impacto adverso de la pandemia sobre los sectores de actividad y la población más afectada. En este sentido, el Gobierno dispuso de una serie de medidas de soporte fiscal que ascendieron a 1,3% del PIB, sumadas a un sistema de garantías crediticias que a febrero 2021 garantiza préstamos por casi UD 700 millones. Asimismo, el Banco Central del Uruguay asumió una instancia expansiva de política monetaria¹⁰ como forma de evitar restricciones en el mercado de dinero que podrían generar tensiones sobre la cadena de pagos¹¹, al tiempo que tomó medidas para estimular el crédito en moneda nacional.

¹⁰. Se debe considerar que en septiembre el Banco Central del Uruguay decidió cambiar de instrumento para el manejo de la política monetaria, volviendo al instrumento tasa de interés. Este cambio tiene como objetivo dotar de mayor transparencia al manejo de la política monetaria, anclar las expectativas de los agentes, lograr que la inflación converja al rango meta y en última instancia ayudar a la desdolarización de la economía.

¹¹. La rebaja de tasas de interés se tradujo en menores costos para el acceso al crédito en el mercado financiero doméstico.

A pesar de las medidas implementadas, la caída de la actividad tuvo su correlato en el mercado laboral donde el empleo se vio fuertemente deteriorado. Esto es incluso más importante si se considera que la pandemia impactó sobre un mercado laboral que había experimentado una evolución negativa durante los últimos cinco años. La caída del nivel de empleo implicó un deterioro en los ingresos de los hogares, fenómeno que se vio reforzado por la caída en el salario, tanto en términos reales como en dólares. No obstante, como se verá a continuación esto no ha tenido un impacto, hasta el momento, en los precios de los inmuebles a nivel agregado, aunque es posible que haya restado dinamismo a las compraventas, al menos durante parte del 2020.

2. Mercado inmobiliario: evolución reciente y perspectivas

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% 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 sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector Premium 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 – 2018) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento muy bajo. 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 a partir de mayo del 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 Oficinas A y A +

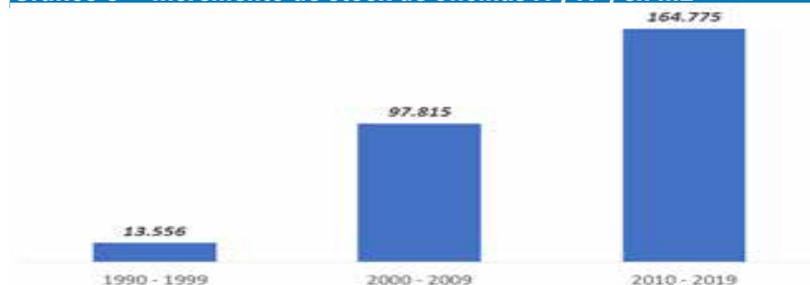
A mediados de la década del noventa, producto de la mayor participación del sector servicios en la economía uruguaya, el mercado de oficinas en Uruguay comenzó a evidenciar un proceso de cambios que continúa hasta el presente. El avance de la globalización y la fragmentación de los procesos en las cadenas de valor globales ha ido posicionando a Uruguay como un país competitivo para instalar empresas de servicios en conexión con el resto del mundo. Software, Servicios Financieros, Servicios Profesionales, Outsourcing de grandes empresas, son algunos de los ejemplos de actividades que sostienen la demanda en el mercado de oficinas A y A + y que han tenido un importante desarrollo en los últimos años.

El primer hito fue la construcción de las oficinas World Trade Center, proyecto a cargo de algunos de los impulsores del Proyecto Platinum. En el período 2005 – 2012, el país comenzó a recibir inversión extranjera directa para producir edificios de oficinas que se enmarcaron en lo que se denomina “servicios globales” y donde Uruguay ofrece condiciones de competitividad genuinas.

i. Oferta de oficinas

De acuerdo a Uruguay XXI y Coldwell Banker Commercial, el stock de oficinas A y A + ha experimentado un crecimiento sostenido en los últimos treinta años, destacándose la evolución creciente en los últimos diez años (periodo en el cual el stock aumentó a un ritmo anual de 9%).

Gráfico 3 – Incremento de stock de oficinas A y A+, en m2



Fuente: Uruguay XXI y Coldwell Banker

A finales del último año Montevideo contaba con aproximadamente 273 mil metros cuadrados de oficinas A y A +, de los cuales 108 mil metros cuadrados corresponden a edificios de estas categorías localizados en Zonas Francas. Los restantes 165 mil metros cuadrados de oficinas se encuentran distribuidos en 24 edificios que se detallan a continuación.

Cuadro 6 - Metros cuadrados construidos de Edificios A y A + en Montevideo.

	Metros2	Cat.
WTC 1	11906	A+
WTC 2	10143	A+
WTC 3	22632	A+
WTC 4	32187	A+
Plaza Alemania	13400	A+
WTC Sector ABC	2105	A+
Subtotal	92.373	
Victoria Plaza Office Tower	12500	A
Torre de los Profesionales	11520	A
Punta Carretas Tower	7490	A
Art Carrasco Business	5500	A
Imperium Building 1	5469	A
Torre Mapfre	5406	A
Columbus Center (Ferrere)	4811	A
Edificio Omega	3519	A
Colonia 950	2984	A
IBM	2520	A
Mercosur Business Center	2108	A
Marigot Office	1994	A
El Plata Corporate	1886	A
Torre 58	1800	A
Gamma Tower	1315	A
Costa Carrasco Building	1184	A
Stella Park	800	A
Subtotal	72.806	
Total	165.179	

Fuente: Research Uruguay

La oferta de oficinas es cada vez de mayor calidad y se está adecuando a las formas de trabajo modernas. En este sentido, de acuerdo a Uruguay XXI, el arribo de empresas extranjeras ha aumentado las exigencias en las edificaciones de oficinas, lo cual ha sido reforzado por empresas locales que elevaron sus estándares al nivel de las empresas extranjeras. A este respecto, cabe destacar la reciente inauguración del edificio Plaza Alemania, un edificio de categoría A+ que cuenta con 13.400 metros cuadrados de oficinas y, de acuerdo con Uruguay XXI, se trata de uno de los mejores edificios de esta categoría en la región.

Análogamente, existen importantes proyectos que están en proceso de iniciar obras. En concreto, actualmente existen ocho edificios de oficinas de estas categorías (A y A+) que se encuentran bajo construcción y se espera que terminen antes de 2025. Estos edificios aumentarán el stock de oficinas en 73.386 metros cuadrados.

ii. Demanda, vacancia y precios

De acuerdo al reporte sobre el mercado de oficinas de Montevideo de CBC, la absorción neta de oficinas de estas categorías ascendió a 6.500 metros cuadrados promedio anual durante los últimos diez años. Se debe tener presente que esta absorción varió de acuerdo con la categoría del edificio: mientras que las oficinas de categoría A tuvieron una absorción anual promedio de 2.600 metros cuadrados por año, las oficinas de categoría A + presentaron una absorción de 3.900 metros cuadrados.

En los últimos años, la demanda ha sido motivada por empresas que migran sus oficinas a edificios con mejores prestaciones. En este sentido, la demanda se ha concentrado en espacios con excelentes sistemas de seguridad, sistemas de detección y extinción de humo de última generación, plantas libres y muy iluminadas, espacios compartidos de trabajo y amenities corporativos y muy buen sistema de transporte y entorno.

Con respecto a los precios de alquiler de las oficinas de categoría A y A +, estos se han mantenido prácticamente sin cambios en los últimos años: de acuerdo a Uruguay XXI, el costo promedio mensual de alquiler se situó en 23 dólares por metro cuadrado para oficinas A y 35 dólares para oficinas A +. De todas formas, debe considerarse que los precios se caracterizan por tener una elevada variabilidad respecto a diferentes características de las oficinas -como son la ubicación, superficie total, orientación, piso, entre otras- existiendo importantes diferencias para aquellas oficinas ubicadas en Zonas Francas.

Durante el último año el mercado de oficinas se resintió con la pandemia en tanto una parte importante de las empresas tuvieron a su personal trabajando de forma remota y otras reformularon sus esquemas de trabajo para incorporar las dinámicas de trabajo a distancia. De esta forma, se ha procesado un ajuste a la baja en los precios de alquiler a través de una flexibilización de los contratos existentes -con quitas para los meses más afectados por la pandemia- y a reducciones en los precios solicitados para aquellas empresas que buscan nuevas oficinas. A este respecto, CBC señala que las rebajas de precios han oscilado entre 20% y 40%.

Esta reducción de precios ha amortiguado el aumento de la vacancia, particularmente en las oficinas de categoría A + en tanto empresas que se

encontraban en busca de nuevas oficinas habrían optado por estas por su *"calidad, prestaciones y servicios con un precio competitivos"*¹². En concreto, de acuerdo a CBC, la vacancia promedio habría ascendido a 21,9% para los edificios de categoría A y de 9% para aquellos de categoría A+.

Para el caso particular de un importante complejo de oficinas, de acuerdo al Informe de Mercado elaborado por Research Uruguay, si bien el precio sufrió una caída durante el primer semestre del último año, esta caída parecería ser transitoria en tanto durante el segundo semestre volvieron a sus niveles anteriores. En este sentido, la mediana de precio por metro cuadrado de oficinas categoría A+ alcanzó los 24,6 dólares durante el segundo semestre del último año¹³. Adicionalmente, Research Uruguay señala que las oficinas habrían estado publicadas en portales inmobiliarios una mediana de 88 días. Análogamente, los precios de venta experimentaron una dinámica similar, siendo el precio mediano de 5.470 por metro cuadrado¹⁴ durante el segundo semestre de 2020. En cuanto al tiempo mediano de publicación habría sido de 231 días.

Con respecto al nivel de ocupación en el citado complejo, esta superaría el 95%. Este guarismo se encuentra por encima del promedio de mercado para oficinas de estas categorías. Se debe tener en cuenta que la situación de las oficinas de categoría A+ -tanto precio como vacancia- es particularmente relevante para el Complejo Platinum en tanto se trata de un complejo de similares características en cuanto a prestaciones y zona, que detentan una porción muy significativa de las oficinas A+ en Montevideo.

De esta forma, como destaca Research en su informe, esta información parecería indicar que el mercado de oficinas de categoría A+ en la zona en que se ubicará el Proyecto Platinum se habría mantenido activo una vez superado los efectos más disruptivos de la pandemia.

iii. Impacto del COVID-19 sobre el futuro del mercado de oficinas

El mercado de oficinas está atravesando un proceso de transformación. Los cambios evidencian raíces tecnológicas, económicas y culturales. La irrupción de la pandemia profundizó y aceleró un proceso de cambios que ya había comenzado a mediados de la primera década del siglo y es esperable que introduzca modificaciones sobre los paradigmas existentes previamente en cuanto al diseño y uso de las oficinas.

A este respecto, es posible conjeturar que no parecería probable que las empresas migren a un régimen completamente remoto (similar al implementado por muchas empresas durante los momentos más delicados de la emergencia sanitaria) en el corto o mediano plazo una vez finalizada la pandemia. En cambio, parecería ser más factible que estas migren hacia un régimen mixto de asistencia a la oficina (es decir, que sus empleados desarrollen parte de sus tareas de forma presencial y otra de manera remota).

En última instancia, la persistencia e intensidad del trabajo remoto en el futuro podría depender, entre otros factores, de: el acuerdo entre empresas y trabajadores; el modelo de trabajo instaurado por la empresa; una adecuada legislación laboral y; de adecuadas comodidades en el hogar para los trabajadores (en especial en términos de conectividad y espacio dedicado para el correcto desarrollo de sus tareas).

¹². Extraído de CBC Workplace Report 2020

¹³. A modo de referencia, la mediana de precio por metro cuadrado en el edificio Plaza Alemania ascendió a 31,4 dólares,

¹⁴. De nuevo, a modo de referencia, la mediana del precio de venta por metro cuadrado en el edificio Plaza Alemania ascendió a 7.315

De todas formas, si bien la migración hacia un régimen mixto implicaría menores necesidades en términos de superficie (en tanto los equipos de trabajo podrían rotar su presencia en la oficina), es esperable que los diseños espaciales de las oficinas atiendan nuevas exigencias en términos de comodidades, tamaño o incluso prestaciones y servicios. En este sentido, la necesidad de cumplir con protocolos sanitarios y/o medidas de distanciamiento social dentro de las oficinas podría compensar, al menos parcialmente, la potencial caída de la demanda de superficie en tanto las empresas podrían requerir mayor cantidad de metros cuadrados por trabajador.

Dicho esto, aún es prematuro para conocer el efecto que tendrá la pandemia en el mercado de oficinas una vez que esta sea superada. Es esperable que el mercado de oficinas se recomponga con un nuevo paradigma de demanda y la infraestructura inmobiliaria deberá acompañar los procesos mixtos de teletrabajo y presenciales del futuro.

2.b. Vivienda

i. Oferta de vivienda

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social) en 2011, 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 situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos como el Proyecto Platinum.

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 se describen en el capítulo que analiza la demanda de vivienda.

La merma de la construcción de torres económicas ha provocado una lenta recomposición de la oferta de vivienda para los sectores socioeconómicos que históricamente se financiaban con crédito del BHU. Dicho segmento de la

demanda ha quedado mayormente desatendido y es de esperar que la nueva oferta se concentre en asistir el exceso de demanda existente en este nicho de mercado que evidencia un desajuste entre la oferta y la demanda. En tal sentido, esfuerzos desde la ANV, otros potenciales desarrollos desde el MVOT, entre otros podrían cubrir parte de este gap. 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 configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios.

ii. Demanda por consumo e inversión

Por su naturaleza, los activos inmobiliarios son un bien de uso y, al mismo tiempo, 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 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 internacionales. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, ahora se profundiza en cada caso.

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 cambios sustanciales en los próximos 25 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 en los determinantes del crecimiento natural o un saldo migratorio positivo. Precisamente, en los últimos años Uruguay ha recibido un número importante de inmigrantes, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI¹⁵. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

A su vez, existen otros drivers propios 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 cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda y seguirán impactando en las preferencias de los hogares.

En el año 1990 los uruguayos vivían 73 años en promedio, mientras que, a la fecha, la esperanza de vida al nacer alcanza es de 80,2 años en las mujeres y 73,2 en los hombres, según información publicada por la OMS. En el año 2011 el 24% de los hogares estaban habitados por una sola persona mientras que en 1996 era el 17% (Censos de Población y Vivienda). En el sentido inverso, en 1996, el hogar biparental con hijos alcanzaba al 40% de los hogares

¹⁵. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

mientras que en el último Censo representó 28,5%. En lo que respecta a la fragmentación de los hogares, Uruguay presenta la mayor proporción de hogares unipersonales de América Latina, evidenciando valores comparables con ciudades europeas, especialmente en Montevideo.

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.

De acuerdo a la información de mercado, relevada por Research Uruguay para CARE más del 70% de los entrevistados en el marco de su encuesta habitual de demanda inmobiliaria declara haber buscado viviendas de 2 dormitorios o menos, existiendo también alta preferencia por centralidades, zonas de servicios y la franja costera. Estos elementos coinciden a priori con la oferta del Proyecto Platinum.



Fuente: Research Uruguay

Con respecto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda esté situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo. Adicionalmente, con respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores diferenciales a la hora de elección de una vivienda. Esto implica que la oferta de garajes del Proyecto Platinum no necesariamente implica un factor de mayor adhesión al proyecto o atractivo por parte de los demandantes.

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, está evidenciando una caída después de un aumento sostenido a partir de la crisis económica y financiera del 2002. Esta caída está explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a los efectos económicos de la pandemia.

Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó mayormente en los primeros meses luego de la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. En particular, la propensión a comprar bienes durables presentó una pronunciada caída durante este periodo.

Gráfico 5 - Confianza del consumidor y predisposición a la compra de bienes durables, Índice SURA



Fuente: Briq Analytics en base a SURA y UCU

A pesar de ello, durante el segundo semestre de 2020 las expectativas registraron una ligera mejora, con una importante recuperación -parcial con respecto a la caída-, lo que representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles. De todas formas, como destaca Briq Analytics, concomitantemente se registró una caída de la confianza de las personas en sus finanzas personales, lo que podría traer aparejado consecuencias de mediano plazo sobre el mercado inmobiliario.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario por parte de las familias, de acuerdo con Briq Analytics, el crédito hipotecario parecería haber alcanzado un piso durante el primer semestre del último año. A partir de entonces, habría evidenciado una ligera recuperación en la cantidad de operaciones nuevas y en los montos de estas operaciones, destacándose la evolución durante los últimos meses del año. Al cierre del año, la cantidad nueva de créditos hipotecarios en Unidades Indexadas registró una caída 5,7% en términos anuales, aunque a dos velocidades dentro del mismo 2020.

Gráficos 6 y 7 - Créditos hipotecarios en UI, cantidad (izq) y monto (der.) de nuevas operaciones, 12 meses móviles



Fuente: CARE en base a BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios para las familias, de acuerdo a información del Banco Central del Uruguay, al mes de diciembre del último año este ascendía 2.515 millones de dólares (caída de 3,3%) interanual, al tiempo que la morosidad ascendió a 1,3% (aumento de 0,2 p.p. interanual).

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió a 4,7% para 2020, guarismo que se considera exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el coeficiente crédito hipotecario/PIB en el Uruguay es reducido en relación a los países desarrollados y algunos países de la región.

De esta forma, es posible argumentar que el crecimiento del sector de vivienda se vería beneficiado de un mercado financiero más profundo y un mayor desarrollo del crédito hipotecario. A este respecto, el sistema financiero enfrenta restricciones debido al tamaño y composición de sus hojas de balance. En este sentido, estos no podrán incrementar en gran escala los créditos de largo plazo debido a que tendrían un problema de descalce de plazos entre sus operaciones activas y pasivas.

Para los agentes demandantes de estos instrumentos, algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son la posesión de ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$137.200 líquidos mensuales por núcleo familiar. Según datos del INE, este último monto es un 83% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano. Es interesante destacar que el incremento del ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito ocurre al mismo tiempo que las tasas de interés de los créditos se han venido reduciendo en los últimos años.

Gráfico 8 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito de vivienda



Nota: Préstamo a 25 años un UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BSE. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m². La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Valores a pesos constantes de 2020. Fuente: Research Uruguay y BRIQ Analytics. Diciembre 2020.

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo inversión está principalmente determinada por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital.

Un factor cualitativo que afectó positivamente la demanda inmobiliaria por inversión en el país fue la inestabilidad del mercado financiero en Uruguay (crisis 2002) y en el mundo (crisis 2008). Con respecto a este último episodio, tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron reposicionando sus portafolios, considerando las relaciones riesgo-retorno de los activos globales y los activos domésticos, entre los que figuran los inmuebles.

Al día de hoy, las bajas tasas de interés a nivel internacional y la debilidad del dólar asociados a extraordinarios estímulos monetarios llevados adelante por la Reserva Federal de EE.UU. generaría condiciones favorables para el fortalecimiento de la demanda de inmuebles como inversión.

Esto se evidencia en la última encuesta realizada por Research Uruguay, donde el 15% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, el guarismo más alto desde que se realiza esta medición. De esta forma, podría argumentarse que los compradores por motivo inversión han salido en búsqueda de oportunidades de negocio aprovechando la coyuntura.

2.c. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

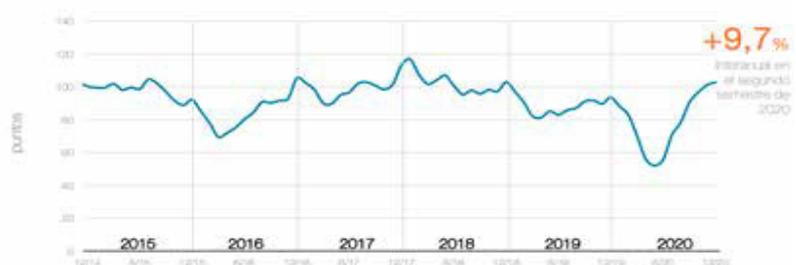
i. Evolución general de operaciones y precios

La información oficial del mercado de compraventas generalmente está dos años atrasada y no es útil para hacer un seguimiento de la coyuntura sectorial. Por este motivo es que se sigue la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado inmobiliario.

En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA, sumado al índice de operativa inmobiliaria elaborado por Briq Analytics permiten aproximar la coyuntura del sector inmobiliario casi a tiempo real. Este último se construye conjugando distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector: la recaudación de ITP, el número de avisos que dejan de estar publicados en la web y el nivel de créditos hipotecarios bancarios (cantidad de nuevas operaciones).

De acuerdo a este, luego de registrar un fuerte deterioro en las operaciones durante el primer semestre del último año (caída de 24% interanual), estas registraron una importante recuperación durante la segunda mitad del año (incremento de 9,7% interanual). De esta forma, una vez superado el impacto inicial asociado a la irrupción de la pandemia, el mercado inmobiliario habría recuperado rápidamente hacia fin de 2020 su nivel de operaciones previo.

Gráfico 9 - Índice de operativa inmobiliaria de Briq Analytics



Fuente: Briq Analytics

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

Con respecto a cada uno de los subíndices que conforman este indicador, tanto la recaudación del ITP como el volumen de crédito hipotecario y la cantidad de avisos que dejan de estar publicados en la web mostraron evoluciones positivas. En este sentido, mientras que la recaudación de ITP aumentó 23% en términos interanuales durante el segundo semestre del año, los créditos hipotecarios hicieron lo propio a un ritmo de 8% interanual. En cuanto a los avisos clasificados retirados, por su parte, se registró un aumento durante el semestre que ascendió a 13% interanual. Esto último, sin considerar nueva oferta entrante, implicaría que estas operaciones fueron cerradas.

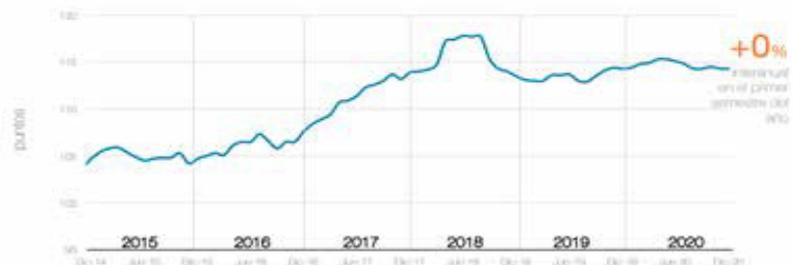


Fuente: Briq Analytics

La evolución del índice de operaciones de Briq Analytics se encuentra parcialmente alineada con la recuperación de la confianza de los consumidores y de la propensión a comprar bienes durables que la acompañó. En este sentido, Briq Analytics destaca que si bien los hogares aún parecerían mostrar ciertos niveles de cautela, se estaría experimentando la concreción de decisiones que fueron postergadas en los primeros meses de la pandemia.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Briq Analytics, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares ha permanecido estable durante el último año. De todos modos, informantes calificados del sector habían informado a CARE que muchas operaciones se habrían realizado validando precios en dólares menores.

Gráfico 10 - Precios de viviendas en Montevideo, índice en dólares corrientes



Fuente: Briq Analytics

El mantenimiento de los precios en dólares habría llevado a un aumento sustantivo del precio medido en pesos constantes (UI), el cual refleja más la realidad del mercado inmobiliario que el expresado en dólares. Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial, basado en la idea de un activo financiero), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más directa con la unidad indexada que con el valor del dólar. Esto se debe a que, (i) la vivienda es un bien No Transable y por lo tanto se determina por la demanda y oferta doméstica y, (ii) aproximadamente el 80% del costo de

producción de la vivienda también son bienes no transables y que se transan en moneda local.

En el único momento donde el valor oscila de forma importante, es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como en 2002). Esto se debe a que, ante escenarios adversos, el precio del inmueble expresado en dólares reacciona más lentamente (a la baja) que el IPC o el IMS. Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI o en UR aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en los años 2015 y 2020, donde el dólar aumentó sensiblemente, pero los valores de transacción aún se mantuvieron en dólares corrientes. De todas formas, se debe tener en cuenta que el incremento del dólar del último año fue seguido de un período de estabilidad de la moneda, lo que ha logrado reducir paulatinamente el precio de la vivienda en unidades indexadas, aunque aún se encuentra por encima de su nivel previo a marzo de 2020.

Gráfico 11 - Precios de venta y alquiler en Montevideo, En UI



Fuente: Briq Analytics

Esta evolución de los precios de vivienda en unidades indexadas acentuó la ya existente brecha con respecto al precio de los alquileres. Si bien esta tendió a moderarse luego del overshooting cambiario de marzo, aún continúa en niveles más elevados que previo a la pandemia. Esta importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de estos últimos desde la óptica del consumidor, en tanto se vuelven una opción más atractiva en términos relativos.

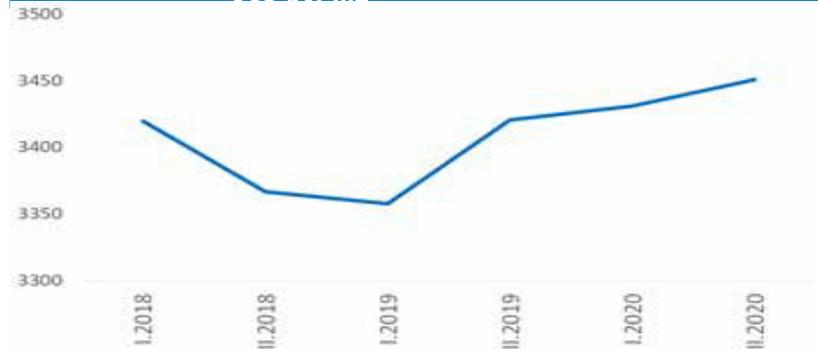
Se debe notar que en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo. En concreto, la evolución del número de hogares inquilinos en este departamento ha presentado un sostenido aumento desde 2016: desde entonces estos aumentaron en 14.000 hogares. Es posible argumentar que este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de las viviendas con respecto a aquellos de alquiler.

ii. Evolución de precios en la zona de influencia del Proyecto Platinum

Los apartamentos ubicados en la zona habrían experimentado una evolución reciente similar a la del mercado en sus precios de compraventa. En este sentido, de acuerdo a la investigación de mercado realizada por Research Uruguay, los precios de venta por metro cuadrado habrían mostrado un muy ligero aumento de 1% en términos interanuales durante el segundo semestre del último año. De todas formas, cuando se analiza la evolución del precio de

las publicaciones de los apartamentos de esta zona desde 2018, se aprecia que desde comienzos de 2019 estos evidencian una leve tendencia al alza.

Gráfico 12 - Precios de venta de apartamentos en zona de influencia, USD por m²



Fuente: Research Uruguay

De acuerdo al relevamiento de Research Uruguay, la mediana de precio por metro cuadrado de avisos clasificados nuevos para apartamentos en la zona de influencia ascendería a 3.623 dólares. Por otra parte, en cuanto a la permanencia activa de las publicaciones de apartamentos en esta zona, la información de Research señala que estas permanecen activas por unos 163 días en mediana.

Por otra parte, con respecto a la evolución de los precios de alquileres en la zona, si bien estos han reducido su precio en dólares por metro cuadrado en los últimos años, cuando se considera el precio en unidades indexadas se observa una relativa estabilidad. No obstante lo anterior, debe notarse el importante incremento que estos precios tuvieron durante el primer semestre del último año. Este incremento podría haberse dado por una mayor demanda producto de la incremental divergencia relativa de los precios de venta con respecto a los de alquiler evidenciados en el mercado -debido al aumento del tipo de cambio y el mantenimiento de los precios de venta en dólares-, apuntalado por un aumento relativo de demanda de apartamentos con respecto a otros tipos de edificaciones. En este sentido, la encuesta realizada por Research Uruguay -que busca caracterizar la demanda de vivienda para determinada población- encontró una mayor demanda por apartamentos durante el primer semestre del último año -que luego se diluyó sobre el segundo semestre-. De acuerdo a Research, este comportamiento representa una "respuesta lógica a una crisis".

De acuerdo al relevamiento de Research Uruguay, durante el segundo semestre del último año la mediana de precios de alquiler por metro cuadrado en la zona de influencia ascendía a 12,7 dólares. Estos valores surgen de los anuncios clasificados nuevos que se publicaron durante el segundo semestre.

iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante el segundo semestre del último año, se espera que el mercado inmobiliario exhiba cierta estabilidad, en especial en cuanto a compraventa. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito

durante gran parte de 2020 que parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad sobre el cierre de 2020. Igualmente, la incertidumbre para el corto plazo se mantiene elevada y la resolución de la situación sanitaria, y sus efectos sobre la actividad económica en general, está estrechamente vinculada a la evolución de la vacunación.

La confianza de los consumidores evidenció recientemente una parcial recuperación que habría apuntalado la concreción de operaciones de compraventa postergadas. De todos modos, se debe tener en cuenta que la caída del poder adquisitivo de los hogares, sumada a la elevada incertidumbre respecto a su recuperación podría impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores a futuro en tanto estos podrían mostrarse más cautelosos a la hora de asumir compromisos de largo plazo. No obstante, el relevamiento realizado por Research no muestra cambios relevantes entre aquellos que buscaron vivienda en los últimos tres meses y aquellos hogares que planean entrar al mercado en los próximos meses. En paralelo, el mercado valora varios de los atributos que ofrece el Proyecto Platinum, al tiempo que este apunta a un segmento de población que ha estado menos expuesto a los vaivenes económicos por la pandemia.

En contraposición, la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel internacional y su correlato en el mercado local podría amortiguar la caída del poder adquisitivo de los hogares, lo cual sumado a las reducidas tasas de interés podría impactar positivamente sobre las decisiones de compra de los demandantes. Esto es particularmente relevante en aquellas personas que miran al sector inmobiliario desde una perspectiva financiera, como resguardo de valor y generación de renta.

De todas formas, en una primera instancia es posible que los primeros efectos primen sobre los segundos, por lo que podría esperarse un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, en particular atendiendo la persistente divergencia en los precios de compraventa y alquiler.

Por su parte, quienes estén buscando vivienda como inversión, seguirán presionando sobre el mercado inmobiliario al menos mientras las tasas de interés se mantengan bajas y no haya muchas opciones para invertir. Se ve también con cierta expectativa favorable una demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera de reciente implementación.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecerá una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años, como es la zona del Puerto del Buceo y Pocitos en las inmediaciones del Montevideo Shopping. Esta centralidad ha sido un polo de atracción en los últimos años, ofreciendo una oferta de servicios creciente.

2.d. Locales comerciales

El Informe de Mercado para el Complejo Platinum realizado por Research Uruguay y que se encuentra adjunto al prospecto de emisión, realiza un relevamiento de los comercios instalados en la zona del Montevideo Shopping. En este sentido señala que existen actualmente más de 100 locales, de los cuales 9% se encuentran vacantes. Igualmente, dado el desarrollo reciente como zona de desarrollo empresarial y de servicios, linder a al proyecto Platinum, es probable que la zona continúe desarrollando distintas zonas de servicios adyacentes en la medida que continúe atrayendo personas y empresas.

El relevamiento sobre los precios de alquiler de los locales comerciales vacíos realizado por Research Uruguay encontró un precio promedio de 18 dólares por metro cuadrado. De todos modos, debe tenerse presente que los precios presentan elevados niveles de dispersión dependiendo del lugar ocupado incluso en la zona.

En lo que respecta a la distribución de rubros de estos comercios, se destacan los locales que brindan servicios complementarios a los ofrecidos por el shopping. A saber: gastronomía, farmacias, joyerías, ópticas, casas financieras, entre otros. De todas formas, existen otros comercios que se dedican a vender servicios competitivos con los ofrecidos por el shopping (calzado y vestimenta, tecnología, telefonía, entre otros), al tiempo que otros se dedican a brindar servicios profesionales (remises, medicina y estética, entre otros).

En cuanto a los precios de alquiler de algunos de estos locales comerciales, el relevamiento de Research Uruguay indica que los precios promedio por metro cuadrado de alquiler de locales comerciales ubicados en la zona de influencia del Proyecto Platinum II ascenderían a 24,7 dólares. De manera análoga que con el caso de los locales comerciales vacíos, existe una alta dispersión entre los precios por metro cuadrado de los diferentes locales. En este sentido, de los locales relevados, aquellos más pequeños pagarían rentas sustancialmente mayores con respecto a los locales de mayor superficie.

En perspectiva, en la medida que la zona continúe siendo un centro de atracción y desarrollo de nuevos emprendimientos empresariales y de vivienda, es dable pensar que la zona comercial continuará incrementando la oferta de servicios por la afluencia de personas y la concentración de actividades en la zona de influencia del Proyecto Platinum.

2.e Estacionamientos

De acuerdo con el Informe de Mercado para el Complejo Platinum realizado por Research Uruguay, no existiría una demanda insatisfecha por lugares de estacionamiento de la zona más allá de la que pueda generar el complejo en sí mismo a través de las viviendas, oficinas y locales comerciales. En este sentido, en la medida que las plazas de estacionamiento estén estrechamente vinculadas a la provisión de servicio de aparcamiento para las oficinas y viviendas de Proyecto Platinum, estarían ocupadas.

Research Uruguay señala que en la zona de influencia sólo se logró identificar dos empresas que vendieran servicios de estacionamiento y los precios listados por ellas se encontrarían por debajo de lo cobrado en otras partes

de la ciudad. Adicionalmente, señala que la existencia del estacionamiento del Montevideo Shopping limita la posibilidad de desarrollar un mercado de estacionamientos por tiempos cortos (dos horas o menos), lo cual limita el potencial retorno de este tipo de negocios al tratarse de uno de los segmentos más rentables.

3. 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.

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 riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios de desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. Subyace a lo anterior que el proyecto inmobiliario se enclava en una zona atractiva que ha tenido creciente demanda y desarrollo reciente, tanto para vivienda como para oficina. En relación a este último punto, existe una demanda sostenida en oficinas A +, tanto por empresas nacionales como internacionales, e incluso durante la pandemia el sector ha mantenido cierto dinamismo, aunque la incertidumbre sobre el futuro persiste. Si bien se plantea un correcto mix de arrendamiento y venta de unidades, esto podría variar de acuerdo a la coyuntura y constituir un buffer ante fenómenos inesperados. De todas formas, debe considerarse que el mercado de ventas, en especial de vivienda, se encuentra en relativa estabilidad, aunque la falta de opciones rentables en otros activos financieros podría darle un impulso en los próximos años, en especial en zonas de creciente desarrollo y atractivo, con amplia oferta de servicios y fácil acceso. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos. Incluso, los estímulos hacia el sector se han incrementado a través de Proyectos de Gran Dimensión Económica, y no se esperan nuevas modificaciones a los regímenes existentes que sean negativos para el Proyecto Platinum. *Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

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

Por Comité de Calificación



Ing. Julio Provo



Sr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

¹⁶. **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.**

ANEXO I
INFORME JURIDICO

FIDEICOMISO FINANCIERO PLATINUM

Informe Jurídico

I. Introducción

El fideicomiso bajo análisis tiene por fin obtener fondos mediante la colocación de valores en el proceso de emisión, para invertirlos en la construcción de un proyecto inmobiliario, cuyas características centrales son:

- a. el proyecto Platinum estará emplazado en el barrio Buceo, más precisamente en el enclave comercial y financiero donde funcionan hace décadas el Montevideo Shopping Center y el Word Trade Center Montevideo, entre otras.
- b. la propuesta arquitectónica consiste en edificar tres volúmenes que se identifican con la figura geométrica que representan: Óvalo, Rombo y Arco, siendo el destino de los dos primeros oficinas (categoría A+) y locales comerciales; y el último destinado a viviendas y comercios, todo lo cual distribuido en 91.310 m² de superficie construida y una altura máxima de 100 metros.
- c. la propuesta comercial consiste en la venta total de las unidades de vivienda (edificio Arco) y los garajes definidos para dichas unidades en un lapso de 7 años; y todo el resto de las unidades (oficinas y locales comerciales de todos los edificios), serán explotadas mediante arrendamientos y por todo el plazo del fideicomiso.
- d. los objetivos financieros, en base a los datos relevados en la documentación, se estima obtener una rentabilidad para los titulares del orden del 8.35% en el plazo máximo del fideicomiso (30 años), considerando ambos componentes de los Títulos Mixtos: el derecho de crédito o componente Deuda y el derecho de Participación en el remanente a la extinción del Fideicomiso.

Desde el punto de vista jurídico, la finalidad del Fideicomiso es recurrir al mercado de capitales para obtener el financiamiento necesario para que, a través de la Sociedad propietaria del inmueble, construir los tres edificios, incorporarlos al régimen de propiedad horizontal y su concomitante explotación con las variantes y plazos precitados. Se ha optado por la emisión de Títulos Mixtos, opción comprendida en el artículo 25 de la Ley 17.703 y que se caracteriza por combinar un derecho de crédito (componente Deuda) que devengará un interés fijo pagadero en forma anual y la amortización del capital al final del Fideicomiso (30 años) y al mismo tiempo un derecho de participación (crédito contingente), en los fondos remanente al momento de la extinción del negocio fiduciario o, eventualmente, en los fondos distribuibles durante la vida del Fideicomiso sujeto a determinadas condiciones.

Cepheus SA (en adelante Cepheus o Sociedad) es propietaria exclusiva del padrón 430.970 en el cual se construirá el complejo inmobiliario. El 100% de sus acciones es transferido por sus titulares y en calidad de fideicomitentes al patrimonio del fideicomiso y designa a EF Management Asset Afisa como Fiduciario. El Fiduciario y Cepheus SA contratan con Dalystown SA, sponsor del emprendimiento y ligado al Fideicomiso mediante el contrato de Administrador.

Para la elaboración de este informe se analizó el Prospecto Informativo (versión presentada al BCU en diciembre de 2020), sus Anexos contractuales: el Contrato de Fideicomiso Financiero, el Contrato de Administración, el Contrato de Entidad Representante, otorgados el día 14 de diciembre de 2020, así como el Documento de Emisión en su versión borrador y el Due Diligence de Cepheus SA, de fecha 20 de abril de 2021.

De la compulsión de estos insumos y sin desmedro de ulteriores desarrollos, podemos adelantar como concepto general que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales y de poder normativo negocial de las partes. En cuanto a los derechos de crédito y participación que derivan de los Títulos Mixtos a emitirse, no se advierten obstáculos jurídicos insalvables en la estructura proyectada.

II. El Contrato de Fideicomiso Financiero. Cláusulas centrales

Constitución, Partes y Objeto. Conforme viene dicho, el día 14 de diciembre de 2020, **EF ASSET MANAGEMENT** Administradora de Fondos de Inversión SA (en adelante EFAM Afisa o el Fiduciario), y los Fideicomitentes **Eduardo Campiglia, Enrique Manhard, Jorge Rial Avalor** y la sociedad **Lakus LP** (representada por Danix SA, representada a su vez por Ernesto Kimelman), celebraron el Contrato de Fideicomiso Financiero (en adelante el Contrato), con el Plan de Negocios (Anexo 1) y que forma parte del Contrato. Estas cuatro personas tienen en común ser los accionistas de **Cepheus**, sociedad propietaria del padrón N° 430.970.

El objeto consiste en la emisión, mediante oferta pública en el mercado bursátil, de los Títulos Mixtos Escriturales (en adelante TM o Valores) hasta un máximo de u\$s 165.000.000 y un mínimo de u\$s 138.000.000 y con ello obtener los recursos necesarios para la implementación del proyecto constructivo inmobiliario, y con su explotación generar los rendimientos requeridos para el repago de los Valores.

En virtud del Contrato, los Fideicomitentes se obligan a transferir al patrimonio de afectación autónomo del Fideicomiso, la totalidad de las acciones en dicha sociedad (Eduardo Campiglia 45%, Lakus LP 40%, Enrique Manhard 10% y Jorge Rial Avalor 5%), con lo cual el Fideicomiso pasa a ser titular del 100% del paquete accionario de Cepheus. En contraprestación por dicha transferencia, se pacta en el Contrato un precio de u\$s 34.400.000 a favor de los fideicomitentes, mediante la adjudicación de Títulos Mixtos por un valor nominal de u\$s 32.400.000 y el pago en efectivo de u\$s 2.000.000, dentro de los cinco días hábiles siguientes a la primera integración de los Títulos Mixtos.

Patrimonio del Fideicomiso. Este elemento central está detallado en la cláusula 4 del Contrato. Como viene dicho y a modo de anticipo de su desarrollo en el siguiente capítulo, corresponde anotar que el *Inmueble* no se transfiere al patrimonio de afectación autónomo que se crea con el presente Fideicomiso y tampoco lo integrará las futuras unidades de propiedad horizontal. Añadida de lo anterior, los recursos obtenidos por su explotación, ya el precio de la venta de los apartamentos o garajes, ya el precio de los arrendamientos de las oficinas y locales comerciales, se ubicarán asimismo dentro del patrimonio de la Sociedad. Al patrimonio del Fideicomiso se transfieren todas las acciones de la Sociedad, con lo cual y por intermedio de su titular, el Fiduciario, será quien detente todos los derechos económicos y políticos derivados de su condición de accionista. A su vez, el Fiduciario será designado como único integrante del Directorio de la Sociedad en forma simultánea a la transferencia de las acciones. De suyo, en la especie tendremos que EFAM Afisa cumplirá simultáneamente el rol de Administrador de la Sociedad y del Fideicomiso Financiero, con la acumulación de responsabilidades y obligaciones que ellos conlleva, por aplicación de las normas de la Ley 16.060 (LSC) y las de la Ley 17.703 respectivamente.

Dicho esto y volviendo al Contrato, la cláusula 4 dice que el patrimonio *“estará constituido por los Activos y por todos los derechos económicos, presentes y futuros que generen los mismos”*, listando a continuación todo lo incluido bajo el concepto de *Activos o Bienes Fideicomitados*. Precizando estos conceptos, en la nomenclatura del Contrato (cláusula 1), se define como Activos a los *“bienes y/o derechos, presentes y futuros, incluyendo las Acciones, los Activos Financieros, y todos los derechos económicos, presentes y futuros, que formen parte del patrimonio del Fideicomiso **directamente o a través de la Sociedad**”*; y en la definición de *Bienes Fideicomitados* se reitera en forma circular *“Son todos los Activos que integran el patrimonio del Fideicomiso **directamente o a través de la Sociedad**”*. Hago el destaque que se reitera en ambas frases, justamente para enfatizar la separación patrimonial, de tal forma que *“directamente”* coincide con el patrimonio del Fideicomiso (Activos en sentido estricto o si se prefiere, el listado de la cláusula 4) y *“a través de la Sociedad”* refiere a bienes que están en el patrimonio de la Sociedad cuyo único accionista es el propio Fideicomiso.

Bienes fideicomitados y patrimonio del fideicomiso son conceptos similares pero no idénticos. En efecto, cuando hablamos de *bienes fideicomitados* nos referimos al fenómeno instrumental de transferencia de bienes (y/o derechos) como actos constitutivos de la propiedad fiduciaria o para identificar la obligación que define al fideicomitente. Cuando hablamos de patrimonio del fideicomiso (o propiedad fiduciaria), nos

referimos a una realidad económica que nuclea activos y pasivos en un momento dado. La particularidad de este caso y que es crucial poner de manifiesto – a mi juicio en el Contrato no está expresado con la claridad necesaria -, es que el activo inmobiliario sobre el cual se construirá el proyecto no es un bien fideicomitado en sentido estricto. Añadida de lo anterior, el caudal de créditos (flujo de fondos) que el Fiduciario aplicará para el repago de los Valores se hará en cumplimiento de (*a través de*) su rol de Administrador de la *Sociedad* (titular de tales créditos) y es la expresión económica del derecho que el Fideicomiso tiene como accionista de la Sociedad.

Emisión de los Valores y derechos que otorgan a sus Titulares. Las características específicas y relevantes sobre los TM están condensados en la cláusula 8 del Contrato y en el Capítulo 2 del Prospecto (Sumario de Términos y Condiciones), donde además se desarrollan con toda precisión las etapas del programa de Emisión: metodología, etapas y tramos de la Suscripción, la forma de Adjudicación y la modalidad de Integración diferida. Se replican en lo medular las normas y recomendaciones bancocentralistas para este tipo de emisiones y los potenciales inversores, razón por la cual optamos por no desarrollar estos puntos, remitiéndonos a su lectura.

Derechos que otorgan los TM. El carácter mixto determina la diversificación de los derechos que se desprenden del título. Esta dualidad (derecho de crédito y derecho de participación), se contempla en el Contrato mediante un sistema de pagos a favor de los Beneficiarios Titulares, que corresponde detallar. Lo primero es señalar que cualquier pago por cualquier concepto a favor de los Titulares estará siempre subordinado a la cancelación previa de todos los pasivos y gastos del Fideicomiso (cláusulas 10, 11 y 26).

Los TM tendrán un 90% de derecho de crédito (componente deuda) y 10% de derecho de participación (*Fondos Remanentes*),

Para el componente deuda se establece por un lado, un *interés base* del 3% lineal anual sobre saldo de capital y un *interés contingente* adicional del 1,5% desde el año 4 al año 7 y del 3% desde el año 8 hasta el fin del Fideicomiso. Se pacta un plazo de gracia de 4 años en que no se pagará ningún interés y tampoco se amortizará capital. Este plazo coincide con el plazo estimado de las obras y del programa de integración de los Valores. La amortización del capital será al vencimiento del plazo del Fideicomiso (30 años en principio) o, eventualmente, en cualquier Fecha de Pago de Intereses, siempre y cuando se hayan pagados los Intereses devengados en el período (base y contingente) y siempre que existan *Fondos Netos Distribuibles*¹ en condiciones de ser distribuidos, esto es, que no se decida su reinversión.

El derecho de participación o pagos sobre el *Remanente*, podrá verificarse en dos instancias: (i) en cualquier Fecha de Pago de Intereses y sujeto a la existencia de *Fondos Netos Distribuibles* y la cancelación previa y acumulativa de los *Intereses (base y contingente)* y la amortización del capital correspondiente al componente deuda y (ii) al liquidarse el Fideicomiso mediante la distribución final de *Fondos Netos Remanentes*² y al liquidarse la *Reserva de Liquidación*³.

Plazo y condiciones (c. 14). En cuanto al plazo se prevé la utilización del máximo legal (30 años), a partir del cumplimiento de la condición suspensiva de la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores del BCU (c. 35). Como es lógico, esta suspensión de la eficacia contractual no alcanza a las obligaciones instrumentales del Fiduciario tendientes a dicha inscripción y, en este caso particular, la realización del *Due Diligence* que informa la cláusula 3 del Contrato.

¹ “fondos efectivamente percibidos por el Fideicomiso, directamente o, a través de la Sociedad, originados en rentas por la implementación del Plan de Negocios, que surgen de deducir de las disponibilidades al cierre de ejercicio de cada año, las previsiones de gastos e inversiones a realizar en los próximos ejercicios económicos que sean determinadas de acuerdo al informe elaborado por el Administrador a tales efectos. El importe resultante, no podrá superar los resultados contables acumulados del Fideicomiso a dicho Cierre de Ejercicio”.

² “fondos que existan en el activo del Fideicomiso a la fecha de liquidación del Fideicomiso, una vez enajenados todos los Bienes Fideicomitados y canceladas todas las obligaciones del Fideicomiso; y luego, una vez liquidada la Reserva de Liquidación”.

³ “reserva que será constituida por el Fiduciario, y mantenida por este luego de la extinción del presente Fideicomiso, por las contingencias que se indican en la Cláusula 30 del Contrato”.

Al vencimiento del plazo, la Mayoría Especial de Titulares podrá resolver transferir el patrimonio fiduciario a otro fideicomiso o prorrogar su plazo si las normas lo permitieran.

Por otra parte, conviene explicitar que, más allá de las previsiones de los artículos 31 y 32 de la ley 17.703 para situaciones de insolvencia patrimonial, se establecen en el Contrato como condiciones resolutorias, adoptadas por la Mayoría Especial de Titulares: *“(i) que no se obtenga el permiso de construcción o la resolución que otorgue los beneficios fiscales previstos por el régimen de la ley N° 16.906; (ii) no se obtenga alguna de las autorizaciones requeridas para la construcción del Proyecto en el plazo de dos años de realizada la Emisión y (iii) se lleve a cabo la remoción del Administrador ya sea con o sin justa causa”*.

Reserva de Contingencias. Como indica su nombre, en esta cuenta se deberán hacer previsiones para atender gastos contingentes. La cláusula 29 tiene una redacción enunciativa y abierta sobre las hipótesis que pueden presentarse y demandar previsiones de recursos. Importa destacar que tienen potestades para resolver el fondeo de esta cuenta: el Fiduciario, el Comité de Vigilancia, los auditores contables y naturalmente, la Asamblea de Titulares, según de qué verse la contingencia.

Posibilidad de Endeudamiento. En el Plan de Negocios anexo del Contrato, se establece la facultad de incurrir en endeudamiento hasta un monto equivalente al 25% del patrimonio del Fideicomiso. El ejercicio de esta facultad del Fideicomiso o la Sociedad, implicará el ofrecimiento de garantías que no podrán superar el doble del endeudamiento contraído. Esta facultad no queda supeditada a un plazo u oportunidad determinados, por lo cual podría ser concomitante al período de integración de los valores o después del mismo. Como es de toda lógica, las entidades de intermediación financiera que aporten los créditos exigirán garantías reales y como viene dicho, por un valor equivalente al doble del préstamo o línea de crédito concedida. Resulta obvio que esta posibilidad sólo podrá cumplirse constituyendo hipotecas sobre el inmueble asiento de la obra y las futuras unidades individuales bajo el régimen de propiedad horizontal. Volveremos más adelante sobre este aspecto, pero debe quedar dicho que la propiedad inmueble estará con toda seguridad afectada por derechos reales de garantía, al menos durante todo el plazo de los financiamientos bancarios. La amortización del capital al final del Fideicomiso es un dato que confirma y calza con este diseño del financiamiento.

Recapitulando, el patrimonio de afectación autónomo (tanto en sus proyecciones pasivas como activas), es una fortaleza típica del negocio fiduciario en la disciplina de la Ley 17.703. En el caso, la particularidad es que se debe leer que el principal activo (propiedad inmueble) del negocio respalda el derecho de los Titulares pero en forma indirecta por la condición de accionista del Fideicomiso respecto de la Sociedad propietaria. El valor representativo de las acciones en el caso coincide con el 100% del capital social, de suyo, el Fideicomiso es único titular de los derechos económicos de la Sociedad.

III. Contingencias jurídicas

En este segmento se analizan, por un lado los requisitos normativos para la formación válida y eficaz de la voluntad de las partes y por otro - atendiendo al interés del inversor - las circunstancias que puedan representar riesgos de cumplimiento de los valores.

(i) El poder normativo de los constituyentes

Surge del Prospecto que EF ASSET MANAGEMENT AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para actuar como fiduciario en fideicomisos financieros desde el mes de julio de 2004, autorización que se mantiene a la fecha. Asimismo, luce anexo el organigrama de la entidad y el cumplimiento de las normas de gobierno corporativo. Se debe tener presente que EFAM Afisa acumula en la estructura las funciones de Entidad Registrante y Agente de Pago, quedando comprendido en las exigencias de la normativa bancocentralista que rigen al respecto.

En cuanto a los accionistas de Cepheus y Fideicomitentes de la estructura, la información que surge del Prospecto Informativo es coincidente con el relevamiento societario del *Due Diligence Legal*, en los siguientes

aspectos: **(a)** la identificación de los únicos cuatro accionistas de la sociedad, **(b)** su Directorio está integrado por el Sr. Eduardo Campiglia Larre (Presidente) y por el sr. Ernesto Marcos Kimelman Epstein (Vicepresidente), **(c)** la operación proyectada está comprendida dentro del objeto social de compañía, **(d)** la sociedad es propietaria de la totalidad del inmueble padrón 430.970, **(e)** los libros sociales cumplen con la normativa vigente, y **(f)** la sociedad tiene acciones emitidas al portador y no se registran gravámenes, afectaciones o limitaciones sobre las acciones que comprometan su enajenación al Fideicomiso, todo lo cual fue comunicado a la Auditoría interna de la Nación.

La información relevada es suficiente para concluir en la rectitud jurídica de las operaciones en lo atinente a los aspectos subjetivos involucrados, tanto en lo atinente al negocio inmobiliario como a la operación bursátil. En este último sentido, no debe perderse de vista que los accionistas fideicomitentes recibirán Títulos Mixtos en contraprestación (parcial) por la transferencia del paquete accionario al Fideicomiso que constituyen, razón por la cual se convierten en Beneficiarios del mismo.

Este apartado no estaría completo sin algunos comentarios sobre la figura del DALYSTOWN SA, persona jurídica que sin ser parte constituyente del Fideicomiso Financiero, se vincula al mismo a través del Contrato de Administración asumiendo las obligaciones concomitantes a dicho rol, ejecutando el Plan de Negocios en todas las etapas del emprendimiento. Se trata en la lógica interna del negocio fiduciario, de una gestión que el Fiduciario encarga a este tercero, pero conservando su responsabilidad por la gestión del Administrador, en un todo de acuerdo con la cláusula 7 del Contrato. En este sentido, los Titulares Beneficiarios por la simple adquisición de los Valores aceptan a DALYSTOWN SA como Administrador y se previene que el contrato que lo vincula al Fideicomiso, sólo podrá modificarse previa aprobación por la Mayoría Especial de Titulares.

Empero, hay otro aspecto que conviene dejar planteado, sin desmedro de posteriores desarrollos, y se trata de la estrecha vinculación entre DALYSTOWN SA y CEPHEUS, sociedad propietaria del inmueble. En efecto DALYSTOWN SA es una sociedad comercial que surge a partir de complementariedad de otras dos empresas: **Campiglia Construcciones** y el estudio de arquitectos **Kimelman Moraes**. Según surge del Prospecto, ambas empresas son las creadoras de *Platinum Complex* y con el objetivo de optimizar los esfuerzos crearon la sociedad que funge de Administrador del Fideicomiso para “brindar un servicio de calidad en la ejecución del proyecto ejecutivo, la dirección de obras y el gerenciamiento en la etapa de construcción”. Así las cosas y siguiendo las emergencias, luce el organigrama societario de DALYSTOWN SA y en particular que se trata “de una sociedad anónima cerrada uruguaya con acciones nominativas, constituida el 11 de octubre de 2019. (...). El presidente del Directorio es Eduardo Campiglia Larre y su vicepresidente Ernesto Kimelman Epstein”. Como se aprecia, son los mismos miembros del Directorio de CEPHEUS SA. De todo esto es dable considerar que asistimos a un grupo de empresas con unidad de dirección y mancomunados por objetivos complementarios en torno al emprendimiento. Debe quedar claro que ninguna objeción legal merece esta realidad empresarial. No obstante sí es relevante en el plano jurídico que estas personas físicas y jurídicas se consideran **Vinculadas** en la estructura y por tanto alcanzadas en lo previsto en el artículo 49 de la Ley 16.060⁴ y en las normas administrativas del regulador, en particular el artículo 271 de la RNRCSF⁵ sobre el alcance de la categoría Conjunto Económico.

⁴ Artículo 49. (Sociedades controladas).- Se considerarán sociedades controladas aquellas que, en virtud de participaciones sociales o accionarias o en mérito a especiales vínculos, se encuentren bajo la influencia dominante de otra u otras sociedades. Una sociedad controlada no podrá participar por un monto superior al de sus reservas disponibles, en la controlante ni en una sociedad controlada por ésta. Si se constatan participaciones que excedan dicho monto se aplicará lo dispuesto en el inciso segundo del artículo 47.

⁵ Dos o más personas físicas o jurídicas, residentes o no, forman un conjunto económico cuando están interconectadas de tal forma, que existe control de una sobre la(s) otra(s) o están bajo el control común de una persona física o jurídica, de forma directa o indirecta, o tienen unidad en el centro de decisión, o pertenecen a cualquier título a una única esfera patrimonial, independientemente de la forma jurídica adoptada, haya o no vinculación en la actividad o en el objeto social de los sujetos de derecho considerados. La determinación de un conjunto económico se dará cuando la institución así lo considere al asumir el riesgo ante cualquiera de sus componentes o su existencia hubiere sido detectada e informada por el Banco Central del Uruguay. Cuando una persona física o jurídica ejerza influencia significativa sobre otra o cuando dos o más de estas personas estén bajo la influencia significativa común de una persona física o jurídica, de forma directa o indirecta, se aplicarán las mismas disposiciones que para un conjunto económico.

(ii) El cumplimiento de los Títulos Mixtos

En todos los casos en que se recurre al fideicomiso financiero para dotar de recursos a un proyecto productivo cuyo rendimiento será la fuente de pago de los valores, las posibilidades concretas de cumplimiento del interés y derecho del inversor-beneficiario, está íntimamente ligado a la ejecución adecuada y tempestiva del Plan de Negocios, tomando centralidad el desempeño profesional del Administrador y del Fiduciario en sus respectivos roles asignados en las convenciones. En este sentido, lo fundamental es poner en balance las obligaciones diseñadas para optimizar la finalidad convencional y analizar los mecanismos de contrapeso que detentan los Titulares Beneficiarios para controlar la marcha del negocio y en su caso corregir posibles desviaciones, todo lo cual se materializa a través del funcionamiento de las Asambleas como órgano político y las atribuciones que dicho órgano delega en el Comité de Vigilancia.

En este caso y habida cuenta la particularidad anotada sobre los activos inmuebles, el énfasis de este capítulo estará colocado en las vicisitudes que puedan presentarse durante los 30 años de existencia de esta dualidad patrimonial y las contingencias jurídicas asociadas a escenarios de insolvencia patrimonial que comprometan el pago del derecho de crédito y participación a los Beneficiarios.

Por ello propongo enfocar el análisis abordando los siguientes temas: **(a)** la cláusula 3 del Contrato por la centralidad que ocupa en orden a la constitución del patrimonio fiduciario, **(b)** la eventualidad del concurso de Cepheus y las consecuencias legales para el Fideicomiso, **(c)** finalmente, se detallarán las principales obligaciones contractuales orientadas a optimizar el cumplimiento de los Títulos Mixtos.

a. Cláusula 3 del Contrato. Antes y después de la suscripción de los Valores

La atención sobre esta cláusula del Contrato se hace fundamental en orden al interés y derecho de los Titulares Beneficiarios. En ella se aglutinan los principales hitos instrumentales para habilitar la Emisión de los Valores, al tiempo que se configuran los requisitos para la transferencia saneada de las acciones al patrimonio fiduciario. La cláusula se debe leer en sus dos partes de verificación sucesiva y ajustada a las finalidades precitadas, esto es: la primera parte informa los pasos que deben cumplirse antes de la suscripción de los TM, sortear las condiciones resolutorias que impidan la emisión y constatar la veracidad de las declaraciones de los Fideicomitentes, estadio en el cual juega un rol preponderante el *Due Diligence Legal de Cepheus*; la segunda parte, ya suscriptos los TM y verificada la transferencia concomitante de las acciones, establece el procedimiento de adecuación estatutaria del capital social y previsiones de indemnidad a favor del Fideicomiso por contingencias no advertidas en la etapa anterior a la suscripción.

El Informe de Due Diligence Legal

La cláusula 3 establecía la resolución de pleno derecho del Fideicomiso si ocurrían los siguientes eventos: **(i)** que existieran pasivos o contingencias materiales que pudieran afectar la transferencia de las acciones y la viabilidad del proyecto, **(ii)** que los contratos con terceros⁶ no cumplan las exigencias y el estándar del mercado según el Plan de Negocios y **(iii)** que no se mantuviera vigente algunas de las declaraciones o garantías de los Fideicomitentes para la transferencia de las acciones.

Del informe de *Due Diligence* (en adelante el Informe), surge con claridad que ninguna de estas circunstancias se ha constatado.

- Inexistencia de pasivos o contingencias materiales. Se relevó la información de estilo en los Registros Públicos. Se reproducen las conclusiones centrales del Informe: “Según la información obtenida de los Registros de la propiedad Sección Inmobiliaria **no existen embargos específicos, hipotecas, medidas cautelares, declaraciones y/o afectaciones de clase alguna que afecten el Inmueble. De los certificados emitidos por el Registro Nacional de Actos Personales **no surgen** embargos, interdicciones ni afectaciones que afecten a la Compañía ni a los anteriores titulares del inmueble por**

⁶“(incluidos los contratos otorgados con Vinculados al Administrador y/o los Fideicomitentes)”.

los últimos 30 años”. “De la documentación e información analizada **no surge** la existencia de convenios y otro tipo de acuerdo entre accionistas, accionistas y la Compañía, o accionistas y terceros que otorguen derechos a terceros respecto de la Compañía o que afecten las acciones de la misma u otros derechos de los accionistas”.

- Contratos entre la Sociedad y Terceros. Bajo el rótulo de contratos materiales, el Informe da cuenta del Contrato de Excavación con Pinsey SA, Contrato de fideicomiso con Fidunió SA (rescindido) y tres Contratos de Prestación de Servicios, Arquitectura con SYL SA, Dirección de Obra con IFEMAR SA y Gerenciamiento de la Obra, también con IFEMAR SA. Concluye el Informe que “**no se han detectado contingencias materiales**”. Luego desarrolla, en cuanto a la excavación que “*la recepción definitiva ocurrió el 20 de octubre de 2020*” y “*no hay obligaciones pendientes y Pinsey SA fue desvinculada de la obra el 31 de diciembre de 2020*”; en cuanto a los tres contratos de servicios con SYL SA e IFEMAR SA, los mismos se encuentran vigentes y en ejecución, concluyendo el Informe que “*no surgieron temas que supongan una contingencia legal para la Compañía*”.

Mención aparte merece el Fideicomiso con Fidunió SA. Se trataba de un fideicomiso inmobiliario (no financiero) denominado *Fideicomiso Caelum*. Fue constituido el 5/3/2010 y **fue rescindido con fecha 11/9/2018**, recogiéndose en el Informe que Fidunió SA (Fiduciario) “*declaró con fecha 27 de enero de 2021, que no recibió respecto de este fideicomiso y de la Compañía, notificación o reclamo judicial o extrajudicial alguno y que asimismo Fidunió SA no tiene ningún tipo de reclamo contra la Compañía*”⁷.

- Litigios. El Informe dice que Cepheus **no tiene procesos judiciales activos**, ya sea en contra o a favor. El posible reclamo judicial mencionado en el párrafo anterior (nota al pie), no se ha presentado formalmente y según el estudio profesional que asesora a la empresa, la posibilidad de accionar judicialmente prescribiría el 28 de agosto de 2022. Por su parte tampoco existen contingencias laborales pues la empresa no ha tenido ni tiene empleados.
- Sobre las declaraciones y garantías de los Fideicomitentes para la transferencia de las acciones. Las declaraciones y garantías lucen en la cláusula 3 en un listado de 14 puntos, a cuyo lectura me remito y cumplo con relevar el cotejo del Informe en sus puntos más destacados. Siguiendo su orden conceptual, tenemos que: **(a)** en los aspectos societarios, la totalidad de las acciones de Cepheus están representadas por títulos al portador cuyos titulares ya lucen detallados en anteriores capítulos, que son sus únicos propietarios, así como la composición de su directorio y en definitiva que tienen facultades y autoridad para realizar la transferencia en forma válida y eficaz; **(b)** luce el relevamiento de los Libros Sociales y que no se han detectado irregularidades en relación a dicha documentación comercial, **(c)** sobre el Inmueble, se constata que la sociedad es la única titular del padrón 430.970⁸, que se encuentra en posesión de la sociedad y libre gravámenes o derechos a favor de terceros, prenda o hipoteca, estando sujeto a uso exclusivo de la sociedad.

En conclusión, la primera etapa de la cláusula 3 del Contrato está cumplida y el Informe comentado demuestra con solvencia que están dados todos los requisitos jurídicos para la transferencia de las acciones concomitantes con la suscripción de los Valores.

Indemnidades al Fideicomiso y reforma estatutaria

⁷ Sobre esto se debe consignar que el Estudio Pereda Rossini Abogados, asesores legales de Cepheus elaboraron un informe de juicios (actualizado el 15 de abril de 2021), donde se señala que existió un reclamo extrajudicial formulado por la Sra. Norma Luján Rinaldi en el año 2012 y 6 años después (agosto de 2018), la sociedad fue citada a conciliación judicial donde la Sra. Rinaldi reclamo la suma de u\$s 107.978 por concepto de devolución de seña. Cepheus rechazó el planteo y hubo algún intento posterior de recupero de la seña, pero el estudio profesional desaconsejó negociar por considerar que había poco riesgo de que la acción judicial prosperara.

⁸ Antes padrones 425.985 y 425.986 y aún antes padrón 420.806 según se acredita con certificado notarial de fecha 26/4/2021 y la Información del Registro de la Propiedad – Sección Inmobiliaria de Montevideo, documentación que da cuenta de la relación de procedencia del inmueble así como el proceso histórico de los fraccionamientos y fusiones hasta llegar al padrón actual.

En esta segunda etapa, luego de la suscripción, la previsión importante es que si surgiera algún reclamo a la sociedad con causa u origen anterior a la transferencia de acciones y que no hubiera sido detectada en el Informe, los Fideicomitentes ***“se obligan desde ya en forma solidaria entre ellos a indemnizar y mantener indemne al Fideicomiso y/o la Sociedad, a su simple requerimiento, por cualquier consecuencia que en futuro pudiera derivarse de dicha circunstancia...”***. A mayor ahondamiento, la cláusula establece un procedimiento interno para dirimir la controversia, quedando autorizado el Fiduciario a ***“retener y compensar las sumas que los Fideicomitentes tuvieron derecho a cobrar por cualquier concepto, en virtud de la transferencia de las acciones y/o en calidad de beneficiarios, hasta el monto concurrente de los reclamos, deudas y obligaciones referidos”***.

Para cerrar el ciclo, el Fiduciario deberá proceder a reformar los estatutos sociales para adaptarlos a las exigencias pautadas en el Contrato, a saber: que pase a tener como ***“objeto exclusivo ser titular de inmuebles y las construcciones (...) la disposición a cualquier título de dichos inmuebles (...) Asimismo, la Sociedad deberá tener acciones nominativas y no preferidas o de goce”***. Finalmente se establece que la representación de la sociedad estará a cargo del Fiduciario quien será designado en el acto de transferencia de las acciones como único miembro del Directorio. Previsiones contractuales que se consideran adecuadas en orden a la protección de los derechos de crédito y participación de los Titulares Beneficiarios.

b. Contingencia de insolvencia de Cepheus durante la vida del Fideicomiso

La crisis empresarial no es un fenómeno extraordinario o excepcional; antes bien, las empresas padecen frecuentes dificultades económicas y de variable gravedad según las causas que la provoquen. Habida cuenta que en el caso de marras, el Plan de Negocios y la estructura jurídica determinan que el activo inmobiliario permanezca en el patrimonio de la Sociedad, es pertinente preguntarse qué consecuencias tendría para el Fideicomiso y en especial para el derecho de los Beneficiarios, que *Cepheus* se viera afectada por un ***estado de insolvencia*** que la condujera al escenario concursal.

Se pueden identificar al menos dos momentos en que esto pudiera suceder. El primero y quizás la etapa más sensible del proyecto, es durante la construcción del complejo inmobiliario en su totalidad, período que se estima en cuatro años. Aquí se entrelazan multiplicidad de contratos comerciales, civiles, laborales, aparte de las cargas tributarias, normas previsionales, administrativas, ambientales, etc. Un segundo momento es la etapa de comercialización de las unidades individuales según el Plan de Negocios, ya sea que en las ventas o en los arrendamientos no se cumplan las metas y ello determine un escenario de cesación de pagos. En cualquiera de estos casos, la satisfacción de los derechos de los acreedores tendrá como garantía genérica el patrimonio de la sociedad deudora.

Colocados en una hipotética situación concursal la primera reflexión a tener en cuenta es que el Fideicomiso como accionista de la deudora concursada y por añadidura los derechos de los Titulares serán clasificados como **créditos subordinados**, conforme a las reglas de los artículos 111 y 112 de la Ley de Concursos 18.387 (en adelante LC). Esto tiene varias consecuencias relevantes: **(i)** los créditos subordinados (*personas especialmente relacionadas con el deudor*)⁹ no tienen derecho de voto en la Junta de Acreedores (art. 126 LC), pero si se llega a un acuerdo con los acreedores quirografarios, el convenio será obligatorio también para estos acreedores subordinados (art. 158 LC); **(ii)** asimismo, según el art. 106 la aprobación judicial de los créditos verificados en el concurso tendrán eficacia dentro y también fuera del concurso (status jurídico que alcanza a los derechos emergentes de los Títulos Mixtos) y **(iii)** de llegarse a la instancia falencial, los créditos

⁹ Bajo esta frase y siguiendo el claro tenor del artículo 112 numeral 2) se configuran las tres hipótesis descriptas: el Fideicomiso es subordinado en tanto accionista (literal A), los créditos del Fiduciario en tanto administrador de la deudora (literal B) y véase que también aplica esta categoría concursal para los créditos de DALYSTOWN SA y demás ***“sociedades que formen parte de un mismo grupo de sociedades. Se entenderá que existe un grupo de sociedades cuando una sociedad se encuentra sometida al poder de dirección de otra o cuando varias sociedades resulten sometidas al poder de dirección de una misma persona físico o jurídica o de varias personas que actúen sistemáticamente en concierto”*** (literal C).

subordinados quedan en último lugar en la prelación de cobro en la etapa de liquidación de la masa activa (art. 187 LC).

La segunda cuestión a considerar es la prerrogativa de apalancamiento bancario (financiamiento externo en relación a la operación bursátil), prevista en el Plan de Negocios (cap. 9) que forma parte del Contrato de Fideicomiso. En efecto, está prevista la incorporación al régimen de propiedad horizontal mediante la Ley 16.760 que en sustancia introdujo como novedad habilitar a las entidades bancarias a otorgar préstamos hipotecarios para financiar la construcción de edificios bajo el régimen de propiedad horizontal¹⁰. Como se dijo en el capítulo II de este informe, la modalidad es coherente con los términos y condiciones de la emisión de los valores y en particular el plazo de repago del capital. Por su parte y al quedar los inmuebles en el patrimonio de la sociedad, las decisiones sobre estos endeudamientos quedan en la órbita de decisión del Fiduciario y el Administrador y por tanto exiliadas de la competencia de la Asamblea de Titulares. En tal sentido, importa al objeto de este análisis destacar que en el contrato se previene que: *“Dichos endeudamientos, así como sus condiciones, incluyendo las garantías a otorgarse; así como las condiciones en que se harán las eventuales reducciones de línea de crédito y garantía, **deberán ser recomendados previamente por el Comité de Vigilancia e informados a la Calificadora de Riesgo**”*.

La disponibilidad absoluta (tanto subjetiva como material) de que la propiedad sea gravada con derechos reales de garantía de los préstamos, sumado al presumible alto costo fiscal de la transferencia del inmueble al patrimonio fiduciario, son razones de suficiente peso para la solución consagrada en el contrato y plausibles en orden la objetivo trazado de *“optimizar la rentabilidad del Fideicomiso y facilitar la operatividad de las transacciones”*.

Cabe la digresión de preguntarse cuál sería el régimen para la insuficiencia patrimonial del Fideicomiso si el inmueble se hubiese transferido a su patrimonio. La Ley de Fideicomiso 17.703 soluciona el tema en su artículos 8; dice: *“La insuficiencia de los bienes fideicomitados para atender a estas obligaciones, **no dará lugar a la declaración de quiebra, concurso o liquidación**”*. Los fideicomisos no concursan y la explicación es simple: los fideicomisos carecen de personalidad jurídica, son patrimonios de afectación. Por ello se los considera patrimonios *autoliquidables*; en efecto sigue el artículo: *“En tal supuesto (...), procederá su liquidación privada, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá enajenar los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores”*. Si terminara aquí no habría puntos de contacto con el régimen concursal, pero añade que el pago a los acreedores será *“conforme al orden de privilegios para la quiebra”*¹¹, lo que nos reconduce - al menos en este punto - al régimen de la Ley 18.387. Dice además este artículo 8 que *“Si se trata de **fideicomiso financiero** regirán en lo pertinente las normas de los artículos 31 y 32 de la presente ley”*; o sea, el sistema de las Asambleas de Tenedores, norma que luego se replica en cláusulas contractuales en todas las convenciones del tipo.

Más allá de las dudas que plantea esta norma y que exceden el alcance de este informe, parece claro que el ámbito de las decisiones relevantes quedaría circunscripto al órgano político del Fideicomiso y la gestión del fiduciario como liquidador.

Recapitulando, la estructura jurídica adoptada no merece reproche en orden a su validez y eficacia obligacional. Ello no es óbice de considerar los precedentes comentarios a la hora de tomar la decisión de invertir en la emisión bursátil de marras.

c. Obligaciones del Fiduciario y Administrador

En atención a todo lo que viene de decirse y para cerrar el informe, es dable resumir las principales obligaciones que asumen las partes en la estructura. Comenzado por el Fiduciario su obligación principal y de fuente legal consiste en la administración del patrimonio del Fideicomiso y la emisión de los Valores. Su

¹⁰ Créditos que, en el concurso de la Sociedad, gozarían del privilegio especial de acuerdo al artículo 109 de la LC.

¹¹ La ley de fideicomiso es anterior a la ley de concurso, por lo cual el término *quiebra*, propio del derogado régimen del Código de Comercio, debe entenderse como liquidación de la masa activa en la nomenclatura del nuevo régimen concursal.

haz obligacional de fuente contractual está detallado con suficiencia en la cláusula 16, a cuya lectura cabe estar en honor a la brevedad. Destaco el **literal (f)** que establece la abstención de gravar los bienes, salvo para: “*conceder financiación bancaria a los futuros compradores de las Unidades*”, “*a los efectos de ingresar el Proyecto en el régimen de propiedad horizontal previsto en la Ley N° 16.760 y “contraer los endeudamientos previstos en el punto 9 del Plan de Negocios”*”. Se aclara que en todos estos casos se deberá contar con la aprobación previa del Comité de Vigilancia.

En cuanto al Administrador, el régimen de responsabilidad y obligaciones está disciplinado en la cláusulas 5 y 6 del Contrato de Administrador y son en sustancia llevar adelante todas las tareas que el Plan de Negocios establece como necesarias para ejecutar el proyecto. En particular se destaca: **(a)** seleccionar las empresas contratistas y sub contratistas, **(b)** negociar todos los contratos con proveedores, empresas, personal que demande el proyecto, **(c)** ejercer los controles sobre la ejecución y calidad de los trabajos contratados a proveedores y terceros, cumplir y hacer cumplir las normativas legales y administrativas aplicables al sector, **(d)** reclamar directamente a los deudores cualquier suma que deban al Fideicomiso, **(e)** preparar con la periodicidad pactada los reportes de información para el Fiduciario y el Comité de Vigilancia, **(f)** elaborar el plan de comercialización de las unidades, **(g)** particularmente en materia laboral, previsional y de accidentes de trabajo, estará obligado a controlar el cumplimiento de las obligaciones correspondientes al personal dependiente de la Sociedad, del Fideicomiso y de las empresas contratadas y subcontratadas (Leyes 18.099 y 18.251), **(h)** gestionar los permisos y autorizaciones administrativas ante los organismos públicos necesarios para la construcción, comercialización y liquidación, considerando especialmente las gestiones requeridas para obtener los beneficios fiscales establecidos por el Decreto 138/020, **(i)** proponer los endeudamientos del Fideicomiso o la Sociedad fundada en el beneficio de rentabilidad para el Fideicomiso.

IV. Apuntes finales y conclusiones

La estructura convencional cumple los requisitos de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703). La cláusula 34 del Contrato previene la inscripción en el Registro Nacional de Actos Personales. Se previene asimismo la inscripción de la emisión y los valores en el Registro del Mercado de Valores del BCU para su cotización bursátil.

La Bolsa de Valores de Montevideo SA, asume el rol de Entidad Representante de los Titulares Beneficiarios, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 73 y relacionados de la Ley 18.627, así como las pautas del Contrato de Entidad Representante firmado con el Fiduciario el 14 de diciembre de 2020.

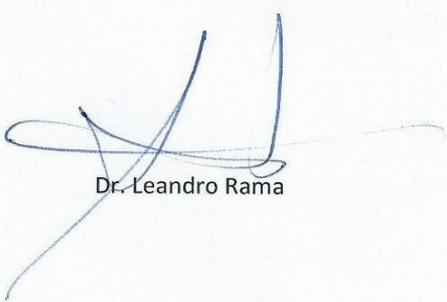
En la cláusula 24 del Contrato se contempla la obligación indelegable del Fiduciario de rendir cuentas de su gestión (art. 18 Ley 17.703).

El régimen de las Asambleas de Titulares y del Comité de Vigilancia está detallados con suficiencia en las cláusulas 23 y 25 del Contrato respectivamente. En cuanto al régimen de mayorías, se anota como innovación que la Mayoría Especial de Titulares para adoptar decisión sobre los puntos detallados en el artículo 32 de la Ley 17.703 (23.5 del Contrato), será de Titulares cuyos valores “*representen un valor nominal superior al 80% del total de Valores emitidos y con derecho a voto*”.

Las partes están habilitadas por el ordenamiento para obligarse válidamente en la estructura. Las tareas encomendadas al Administrador son adecuadas para la ejecución del Plan de Negocios en todas sus etapas. Atendiendo primordialmente al interés de los Titulares y habida cuenta que se diagrama una integración diferida de los valores, la misma debería estar acompasada con los avances de las obras. Este aspecto no está previsto a texto expreso en el Plan de Negocios, siendo previsible y recomendable que se incluyan estas previsiones en los contratos de construcción. Las modalidades de endeudamiento e incorporación de las unidades al régimen de propiedad horizontal son compatibles con el régimen jurídico aplicable al Fideicomiso Financiero, con las prevenciones anotadas sobre la contingencia de insolvencia societaria y los mecanismos contractuales de solución.

En conclusión y con las particularidades explicadas en el curso de este informe, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten contingencias jurídicas insubsanables en el proceso de emisión y el período de repago de los Títulos Mixtos.

Montevideo, 12 de mayo de 2021.-



Dr. Leandro Rama