

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

## ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS MIXTOS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO “PLATINUM”

*Montevideo, noviembre de 2022*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDIEICOMISO Y LOS TITULOS
12	III LA ADMINISTRACION: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
38	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de Calificación Oferta Pública 22 - noviembre - 2022

<b>Denominación:</b>	FIDEICOMISO FINANCIERO "PLATINUM"
<b>Títulos:</b>	Títulos Mixtos (90% deuda, 10% equity) con interés base del 3% e interés contingente incremental.
<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Registrante:</b>	EF Asset Management
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Moneda:</b>	dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	Hasta USD 165.000.000 (ciento sesenta y cinco millones de dólares).
<b>Distribuciones:</b>	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
<b>Administrador:</b>	Platinum Real Estate SA (ex Dalystown S.A.)
<b>Plazo:</b>	30 años
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de abril de 2023 <sup>1</sup>
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

## Resumen General

***CARE ha calificado los títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum, manteniendo 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 anexó en la calificación original de 2021. Un aspecto a tener en cuenta es que el proyecto se desarrolla 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). Este tema se trata en el informe jurídico anexo a la calificación original.
- 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, incluyendo la aplicación de exoneraciones fiscales legales consistentes con las ampliaciones al régimen disponible. Estas fueron aprobadas en enero de 2022.
- 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 del Proyecto se amalgaman correctamente y permiten explotar un nicho de mercado en expansión que ha mostrado cierta resiliencia a pesar de la crisis sanitaria.
- El proyecto estipula una tasa interna de retorno del 8,35% que fuera sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios adversos de distinta intensidad y con ajustes sobre precios y cantidades.
- Si bien la crisis sanitaria del COVID-19 tuvo un fuerte impacto en la economía y sobre el sector inmobiliario, en 2022 se observa una mejora en los principales indicadores del mercado, en especial un aumento de la transaccionalidad. El Proyecto Cosmos se encuentra diversificado entre vivienda y oficinas, ambas en segmentos de alto estándar y respondiendo al desarrollo de la centralidad en torno a 26 de marzo y Luis Alberto de Herrera, que se ha posicionado como un polo atractor del punto de vista comercial, corporativo e inmobiliario. A su vez, las preferencias de los hogares resaltan la importancia de habitar cerca del trabajo. Por el lado de las oficinas, el segmento A+ no ha registrado incrementos en su nivel de vacancia, aunque en algunos casos se realizaron ajustes por precio durante la peor parte de la crisis sanitaria.

- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, se mantienen los estímulos a la oferta de nuevos emprendimientos inmobiliarios, en especial aquellos de Gran Dimensión Económica, a los cuales el Proyecto Cosmos se adhirió. No se vislumbran innovaciones negativas para la marcha del Proyecto en el corto o mediano plazo.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los títulos mixtos 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso Santiago Rego, Martín Durán Martínez y Julio Preve, y. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe jurídico.

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

### 2. Antecedentes generales

- Se emiten títulos mixtos por USD 165 millones. El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los títulos mixtos a través de la inversión de los fondos a aportar por los Fideicomitentes en:

- (i) La construcción de un proyecto inmobiliario denominado proyecto Platinum (actualmente COSMOS) con una superficie total de más de 91 mil m<sup>2</sup> repartidos en tres edificios destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales y aparcamiento. Este proyecto se ubica en la zona del Puerto del Buceo.
  - (ii) La venta y arrendamiento de oficinas, locales comerciales, viviendas y estacionamientos. El Plan de Negocios establece los destinos de cada tipo de unidad.
- El proyecto se desarrollará en terreno propiedad de CEPHEUS SA cuyo paquete accionario es cedido a este Fideicomiso<sup>2</sup>. 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 USD 34,4 millones integrados por USD 32,4 millones en Títulos Mixtos y USD 2 millones en efectivo.
  - El Administrador del Fideicomiso es Platinum Real Estate S.A (ex 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. El Fideicomiso ha designado al Comité de Vigilancia el cual se encuentra en funciones.
  - 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.
  - Los títulos mixtos emitidos 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 reduce la carga de intereses a pagar durante el período de inversión en el proyecto edilicio, la cual se incrementa con el desarrollo del proyecto. 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 (FFP).
  - 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. A su vez, el Proyecto contempla también unidades de locales comerciales y estacionamientos que complementan la oferta y diversifican riesgos entre distintos agentes económicos y servicios. El Proyecto Cosmos estará orientado a la generación de espacios de oficinas A+.

<sup>2</sup>. Al 5 de marzo de 2020, la firma IOCCO tasó el terreno en USD 40 millones.

- En agosto 2021 se obtuvo el permiso de construcción por parte de la Intendencia de Montevideo. Las obras fueron adjudicadas a un consorcio de dos empresas (Constructora Sudamericana SA y Norte SA) mediante proceso licitatorio. Las obras se iniciaron en febrero de 2022, dos meses más tarde que lo previsto inicialmente.
- Se han realizado los trámites de exoneración fiscal previstos, obteniéndose la declaración de "proyecto promovido" del Ministerio de Economía y Finanzas en enero de 2022.

### 3. Hechos salientes del período

- En febrero de 2022 se iniciaron las obras, adjudicadas a dos empresas (Constructora Sudamericana SA y Norte SA). Las obras tuvieron cierto retraso en su comienzo respecto a lo previsto, pero no se destacan retrasos posteriores, manteniéndose la fecha de finalización de estas etapas para finales de 2024.
- En cuanto a los aspectos comerciales, se plantea modificar la forma de pago de las unidades hacia un esquema bimoneda definido por 30% en USD y 70% en UI. Esto responde a la coyuntura económica y al riesgo de descalce de monedas en caso de que el pago fuera en su totalidad en USD, más considerando el escenario actual de apreciación del peso. En relación a lo anterior, el Administrador también se encuentra evaluando operaciones de cobertura (forward) para mitigar estos riesgos.
- Entre mayo y julio de este año se firmaron compromisos de compraventa por 221 metros cuadrados, lo que junto a los boletos de reserva y a los metros reservados para el Fondo de Reparos, alcanzan más del 15% de la superficie a comercializar. Esto se encuentra por encima de lo previsto para este momento de desarrollo del proyecto. A su vez, continúan negociaciones con la Intendencia de Montevideo para el pago con unidades por el mayor aprovechamiento edilicio.

### 4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe trimestral de gestión febrero-abril de 2022 y mayo-julio de 2022.
- EE.CC. del fiduciario intermedios al 30/06/22
- EE.CC. del fideicomiso intermedios al 30/09/22.
- Carta de abogados sobre no existencia de contingencias jurídicas. Marzo 2022
- Informe Ingresos y Egresos FFP y Cepheus realizado por EFAM, febrero 2022-abril 2022 y mayo 2022-julio 2022
- Calificación original realizada en 2021 y actualización

- Informe Comité de Vigilancia Q2 y Q3 2022
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a setiembre 2022 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- “Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”; octubre de 2022. 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 y 2021

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 nota<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Ver “Manual de calificación de finanzas estructuradas...” Punto 3.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS

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

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Platinum

**Fiduciario:** EF Asset Management

**Administrador:** Platinum Real Estate S.A (ex Dalystown SA)

**Entidad**

**Representante:** Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

**Títulos a**

**emitirse:** Títulos Mixtos (90% deuda, 10% equity)

**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:** USD 165 millones

**Distribuciones:** Anuales con interés base de 3% e interés contingente sobre el componente deuda, 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 Financiero<sup>4</sup> 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:

<sup>4</sup>. 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 títulos 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 Platinum Real Estate SA (anteriormente 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.

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2022 sigue mostrando una sólida situación de solvencia aunque registra un déficit en el periodo producto no de sus operaciones corrientes sino explicado por resultados financieros. 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.

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

Concepto	30/6/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo Corriente	21.205	18.989	15.859
Activo no Corriente	240.950	281.068	228.346
<b>Total Activo</b>	<b>262.154</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>
Pasivo Corriente	38.262	33.484	27.348
Pasivo no Corriente	200.639	230.681	180.257
<b>Total Pasivo</b>	<b>238.901</b>	<b>264.165</b>	<b>207.605</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>23.253</b>	<b>35.891</b>	<b>36.600</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>262.154</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,55</b>	<b>0,57</b>	<b>0,58</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre del ejercicio 2022 muestran una caída importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/6/2022	30/6/2021	31/12/2021
Ingresos Operativos	39.409	33.177	75.867
Gastos Adm. y Vtas.	(30.976)	(26.312)	(63.018)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>8.433</b>	<b>6.865</b>	<b>12.849</b>
Resultados Financieros	(20.984)	(6.143)	(12.734)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>(12.551)</b>	<b>722</b>	<b>116</b>
IRAE	(87)	(502)	(824)
<b>Resultado del período</b>	<b>(12.638)</b>	<b>219</b>	<b>(709)</b>
Res Operativos/Ingresos	21,40%	20,69%	16,94%
Res Ejercicio/Ingresos	-32,07%	0,66%	-0,93%

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. Platinum Real Estate SA

Platinum Real Estate SA es el nuevo nombre de la sociedad que antes era Dalystown S.A. es la administradora y es una sociedad anónima cerrada uruguaya con acciones nominativas, constituida el 11 de octubre de 2019. Es 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 Platinum Real Estate SA 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,

Este aspecto fue exhaustivamente analizado en ocasión de la calificación original y la conclusión fue positiva. Nada ha ocurrido que justifique cambiar el juicio favorable por lo que no cabe reiterar dicho análisis remitiéndose al documento mencionado.

En aquella oportunidad se destacaba el compromiso de los operadores, en el hecho que aportaron al fideicomiso, en tanto fideicomitentes, el inmueble sobre el cual se habrá de desarrollar el proyecto. Esto ya ocurrió con la primera emisión realizada en julio de 2021; en realidad el Fideicomiso adquirió el 100% del paquete accionario de Cepheus SA (empresa subsidiaria propietaria del inmueble) al costo de USD 34.4 millones.

La composición del capital accionario y directorio de la sociedad se mantiene tal como fue mencionado en anterior actualización. Desde el punto de vista económico financiero, al tratarse de una sociedad nueva con cierre de balance el 30/09/2022, por lo tanto aún en proceso de cierre, se entiende que no ofrece dificultades puesto que su actividad recién comienza y no registra ingresos relevantes, en cambio ha contraído deuda con accionistas para su funcionamiento. Por lo tanto, se mantiene la opinión en el sentido que no se advierten riesgos en la ejecución y gestión del plan de negocios propuesto.

### 3. El Fideicomiso

El Fideicomiso Financiero Platinum, se constituyó mediante contrato de fecha 14/12/2020 entre EFAM (Fiduciario), Platinum Real Estate SA (antes Dalystown SA) en calidad de Administrador y los suscriptores iniciales de los valores en calidad de Fideicomitentes.

Con fecha 17/6/2021 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores según comunicación No 2021/114.

El 16/7/2021 se procedió a la suscripción en oferta pública de los Títulos Mixtos escriturales por USD 165 millones, realizándose la primera emisión el 19/7/2021 por USD 32.4 millones cuya integración se materializó, tal como estaba estipulado, mediante transferencia de acciones de Cepheus SA.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidades de inversión, las participaciones en subsidiarias no se consolidan y en su lugar se presentan al valor razonable con cambio de resultados. Cepheus SA es la sociedad encargada de desarrollar el proyecto y es la propietaria del terreno asiento de los edificios a construir.

Al cierre del período informado (setiembre de 2022) se habían emitido Títulos Mixtos por USD 58.395.931; posteriormente en el mes de octubre de los corrientes se emitieron USD 11 millones más; en total al momento de redactar este informe se habían emitido USD 69.556.339. Como se sabe, el 90% de la emisión es considerado deuda por lo que se registra como pasivo financiero, mientras que el 10% restante es participación e integra el patrimonio del Fideicomiso.

Por el 90% de la emisión, el Fideicomiso paga intereses, 3 % lineal anual más un interés contingente incremental tal como se describe en otra sección. La modalidad acordada para llevar adelante el proyecto es, como se ha dicho, a través de la Subsidiaria no Consolidada (SNC) o sea Cepheus SA. En tal sentido, el 22/1/2022 se firmó un contrato por el cual el Fideicomiso le otorga una línea de crédito a la SNC por USD 101.7 millones con la cual financiará la obra. Al momento, el crédito utilizado alcanza a USD 15.2 millones. El interés pactado es del 5 % anual.

Los EE CC que se presentan a continuación reflejan básicamente estas operaciones.

<b>Cuadro 3 Estado de Situación (miles USD)</b>		
<b>Concepto</b>	<b>30/9/2022</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>Total Activo</b>	<b>56.398</b>	<b>48.208</b>
Activo corriente	8.024	15.297
Activo no corriente	48.374	32.912
<b>Total Pasivo</b>	<b>55.602</b>	<b>45.537</b>
Pasivo corriente	200	131
Pasivo no corriente	55.402	45.406
<b>Patrimonio</b>	<b>797</b>	<b>2.672</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>56.398</b>	<b>48.208</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,01</b>	<b>1,06</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Se recuerda que el 90% de la emisión se considera deuda por lo que en el cuadro precedente se registra en el pasivo y no en el patrimonio en que solo se considera el 10% de la misma. La pérdida patrimonial es consistente con la etapa inicial del proyecto en que no hay ingresos operativos o si los hay son marginales, tal como se aprecia en el siguiente cuadro.

<b>Cuadro 4 Estado de Resultados (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/9/2022</b>	<b>30/9/2021</b>	<b>31/12/2021</b>
Ingresos Operativos	200	(2.474)	(1.488)
Egresos operativos	(194)	(178)	(227)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>7</b>	<b>(2.652)</b>	<b>(1.715)</b>
Resultados Financieros	(2.731)	(218)	(603)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>(2.724)</b>	<b>(2.870)</b>	<b>(2.318)</b>
IRAE	-	-	-
<b>Resultado del período</b>	<b>(2.724)</b>	<b>(2.870)</b>	<b>(2.318)</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Los ingresos operativos refieren básicamente a los intereses ganados en el crédito tomado por Cepheus SA.

### 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 bajo*

**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 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 (ante conocido como Platinum, ahora bajo el nombre de Cosmos) que consta de tres edificios con una superficie total de más de 91 mil m<sup>2</sup> 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 ceden una sociedad (Cepheus) que detentaba la propiedad de un bien inmueble, para el cual existe una tasación adecuada, sobre el cual se desarrollará el proyecto inmobiliario Cosmos, a lo que se suma la emisión de títulos mixtos a ser adquiridos por inversores (con una participación de deuda de 90% y equity de 10%)

En la calificación original se planteaban los aspectos centrales del proyecto y se realizó un análisis exhaustivo del modelo financiero, sometiéndolo satisfactoriamente a una serie de escenarios de estrés sobre las principales variables del negocio. 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 estacionamiento (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 que ocupan aproximadamente 20% de los metros cuadrados totales del proyecto. En el prospecto original se establece que las oficinas, locales comerciales y más del 80% de los estacionamientos son destinados al arrendamiento (el remanente de estacionamientos se vende en el mismo plazo que la vivienda). Estos arrendamientos comienzan a partir del año 3 con un porcentaje de vacancia que va reduciéndose hasta alcanzar el 5% en el octavo año. 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%).

### 2. Evaluación de la inversión, riesgos asociados y sensibilizaciones

El Proyecto Cosmos se encuentra en etapas iniciales aún, en período de construcción que comenzó en febrero de 2022. La obra está a cargo de las empresas Constructora Sudamericana y Norte Construcciones. Si bien el comienzo de la obra tuvo algunos retrasos, no han habido cambios respecto a la etapa de construcción y entrega.

Desde el punto de vista comercial, se han introducido algunos cambios respecto al plan original que aceleran la venta de unidades y que modifican la forma de pago de las unidades comercializadas. Respecto al primero, como fue comentado en la actualización anterior, se prevé vender 80% de las viviendas y 15% de los estacionamientos en los primeros cuatro años. A su vez, también se había aprobado un ajuste al precio de las unidades de casi 5% para las viviendas y de 10% para los estacionamientos respecto al plan original.

Esto responde a la necesidad de ajustar el precio de venta al mercado y a la coyuntura económica actual signada por la apreciación del peso uruguayo en términos reales respecto al dólar. Dado que la moneda funcional del Fideicomiso es el dólar y que los precios estaban nominados en esa moneda, la coyuntura tensiona los márgenes y genera un descalce respecto a los costos constructivos. Ante esto, el Administrador aprobó junto al Comité de vigilancia un cambio en la forma de pago, pasando a un esquema bimonetario en el cual se paga 30% en dólares en concepto de seña y compromiso y 70% en UI por avance de obra y ocupación. Esto también tiene como objetivo mitigar el efecto cambiario en flujo de fondos, y particularmente en el costo constructivo. Por último, el Administrador también se encuentra explorando alternativas de operaciones a futuro (forwards) con instituciones financieras para mitigar los riesgos mencionados.

A julio de 2022, el FFP tiene un stock de metros cuadrados por comercializar de 83%. En este sentido ya se han vendido dos unidades por 221 m<sup>2</sup>, al tiempo que se han firmado otras dos reservas por 268 m<sup>2</sup> y 1097 m<sup>2</sup> se encuentran asignados al Fondo de Reparos. Con lo anterior, según consigna el informe comercial de Platinum Real Estate, las unidades afectadas superan las que se preveía comercializar a esta altura del proyecto. Adicionalmente se sigue negociando con la Intendencia de Montevideo el pago con unidades por el mayor aprovechamiento aprobado por la autoridad municipal.

No se han informado otros cambios respecto a otros precios, como los arrendamientos o costos de construcción. En relación al segundo, la implementación de un esquema de pago bimonetario está en línea con la mitigación del impacto financiero de la apreciación del peso sobre el costo constructivo. Esta medida resalta la flexibilidad del administrador para hacer frente a esta situación.

Sobre el precio de los arrendamientos, se mantienen en línea con el mercado para inmuebles de esas características. No obstante, esta variable recién será testeada una vez avanzada la fase constructiva, lo cual será objeto de atención en sucesivas actualizaciones de esta calificación. Lo mismo ocurre con las tasas de ocupación de las oficinas, aunque pasada la crisis sanitaria no se destacan cambios sustanciales en este mercado más allá de las tensiones propias de la incertidumbre sobre el mercado laboral y la relación entre el trabajo presencial y remoto.

### **2.1. Riesgos y sensibilidad de la rentabilidad del proyecto**

En la calificación original se plantearon distintos escenarios de sensibilidad sobre el flujo de fondos esperado. Estos escenarios impactaban sobre los precios (venta y alquiler) y curvas de ocupación y vacancia, incluso considerando otros proyectos competitivos y la distribución de precios de otros proyectos similares. Bajo distintos escenarios de sensibilidad planteados originalmente, las TIRs estimadas se ubicaban en el rango de 6,7%-7,75%, mientras que la TIR esperada de los Títulos Mixtos era 8,35% como se comentó previamente.

### 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 Damodaran<sup>5</sup>, 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

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>6</sup>.

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).

Es de notar que esta tasa refiere al componente de renta variable únicamente, mientras que el Fideicomiso Financiero Platinum incluye una porción significativa de renta fija (90%) y otro menor de renta variable. Por lo anterior, el ejercicio que se incluye a continuación es conservador en su comparación, producto de que la tasa de interés de la renta fija es menor y su share en los títulos mixtos es ampliamente mayoritaria.

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 se considera la tasa de las T-bonds a 10 años y se opta por el promedio de los últimos 10 años. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,12%, mientras que actualmente está aproximadamente en 2,7%. Como se verá a continuación, es de esperar que estas tasas sigan aumentando en los próximos meses.

En el caso del Equity Risk Premium se sigue a Damodaran que parte del equity risk de EE.UU y lo corrige por los riesgos inherentes a Uruguay (soberano y de renta variable). Por tanto, el ERP de Uruguay ya incluye el riesgo país y asciende a 6,12% en su última estimación de enero de 2022. Este incluye los riesgos de iliquidez típicos del mercado uruguayo. Es de notar que este se ha reducido en 40 puntos básicos respecto a un año atrás.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaran, para enero de 2022 se ubica en 0,67<sup>7</sup>, lo que indica que la inversión en el desarrollo de real estate tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 6,2%, la cual está en línea con la TIR estimada para los productos ofrecidos por el FF. Es de notar que esta tasa refiere al componente de renta variable únicamente, en tanto el FFP tiene tan

<sup>5</sup> A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

<sup>6</sup> Se consideraron los betas promedio de empresas de real estate de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaran

<sup>7</sup> Beta unlevered Real Estate (General/diversified)

sólo un 10% de renta variable. Por lo anterior, esta comparación no debe ser considerada en sentido estricto y sirve a modo de comparación para tener una referencia que permita conformar un juicio acerca de la inversión.

Otra referencia posible con los que sí podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,6% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,4%.

### **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. Del mismo modo, los escenarios de sensibilidad demuestran que aún en escenarios adversos, el modelo planteado resultaría en una adecuada rentabilidad para los inversores. El plan comercial definido por el Administrador se ajusta adecuadamente a lo previsto originalmente y se considera flexible. *Este riesgo por tanto es medio/bajo*

**Riesgo de descalce de monedas.** Podría haber cierto descalce en tanto los ingresos serán mayormente en dólares, el costo de la construcción es mayormente denominado en moneda nacional y las tasas de interés pagadas a los inversores están nominadas en moneda extranjera. Este riesgo es mayor en un escenario de fortaleza del peso, como el actual. Sin embargo, el Administrador ha tomado medidas para mitigarlo como la aprobación del pago bimonetario, el adelanto del plan comercial y las operaciones de futuro bajo estudio. *Este riesgo por tanto es medio y será monitoreado en próximas actualizaciones.*

## V. EL ENTORNO

Luego de haber enfrentado un shock negativo inédito durante el 2020, la actividad económica mundial comenzó una rápida recuperación de su actividad económica durante el último año. En concreto, de acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial creció a un ritmo anual de 6% durante 2021 y proyecta que este año lo haga a una tasa de 3,2% anual. A pesar de ello, esta recuperación es heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también en su configuración productiva, en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad.

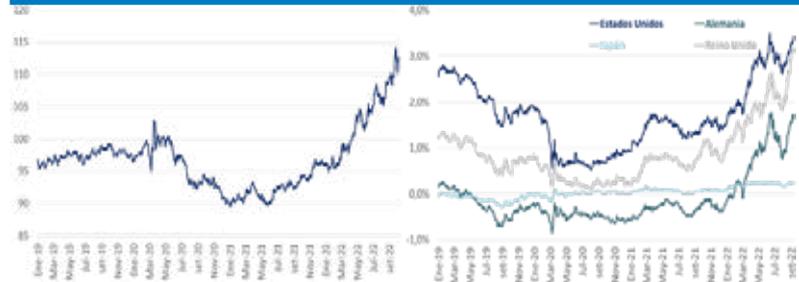
La recuperación global del último año ha estado estrechamente vinculada al control de la situación sanitaria y al despliegue de significativos estímulos fiscales y monetarios. En efecto, el rápido despliegue de los planes de vacunación habilitó el paulatino retiro de las medidas de restricción a la movilidad impuestas para limitar la propagación del virus. A su vez, las políticas fiscales y monetarias desplegadas desde la órbita del sector público jugaron un papel clave, en particular aquellas desplegadas por los países más desarrollados. Estas políticas agresivas de estímulo no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que sentaron las bases para la rápida recuperación evitando que un shock de carácter transitorio derive en daños permanentes sobre el stock de capital físico y humano de la economía -lo cual limitaría su potencial crecimiento en el largo plazo-.

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

A pesar de ello, la rápida recuperación de las economías desarrolladas y las presiones inflacionarias<sup>8</sup> exhibidas en algunas de ellas -particularmente en Estados Unidos- precipitaron el retiro de las políticas acomodaticias. En esta línea, con los niveles más altos de inflación de los últimos 30 años, en marzo de 2022 la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió comenzar con su proceso de normalización monetaria: **i)** acelerando el retiro de compras de títulos de deuda pública, **ii)** elevando su tasa de interés de referencia y **iii)** señalizando múltiples subas adicionales en el corto plazo. Esto trajo aparejado un incremento importante de las tasas de interés internacionales (especialmente de renta fija, en detrimento de la renta variable), las cuales alcanzaron sus niveles más altos de los últimos 10 años, al tiempo que el dólar estadounidense presentó una fuerte apreciación frente a monedas de países desarrollados y emergentes. De esta forma, el benigno ciclo financiero internacional parecería haber llegado a su fin, y es esperable que las condiciones financieras internacionales continúen endureciendo durante los próximos meses.

<sup>8</sup> Las cuales también fueron impulsadas por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania a través del aumento del precio de los commodities energéticos y alimenticios.

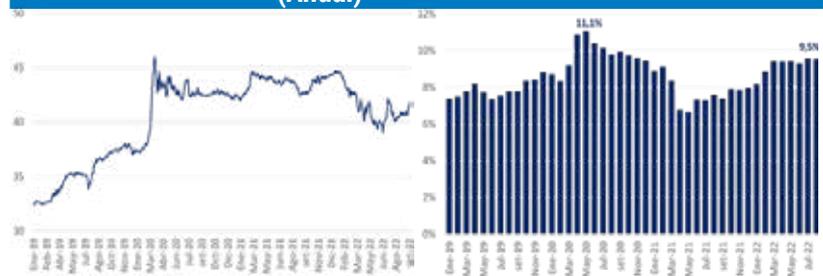
## Gráficos 1 y 2 – Dollar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas



Fuente: Econly

A pesar de lo anterior, se debe tener presente que el dólar ha evolucionado de forma algo diferente en el mercado financiero uruguayo y se ha debilitado en términos reales con respecto al peso, configurando un escenario propicio para la compraventa aunque algo más tenso para los desarrolladores. Este comportamiento podría ser explicado en buena medida por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta. No obstante lo anterior, la inflación se ha acelerado recientemente y aún se espera se mantenga por encima de la meta, no sólo en los próximos meses sino también en el horizonte de política de 24 meses. Este cambio en la dinámica inflacionaria guarda relación principalmente con el aumento del precio de los precios de la energía y los alimentos (trigo, maíz, carne y lácteos, entre otros) producto de la guerra en Ucrania.

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

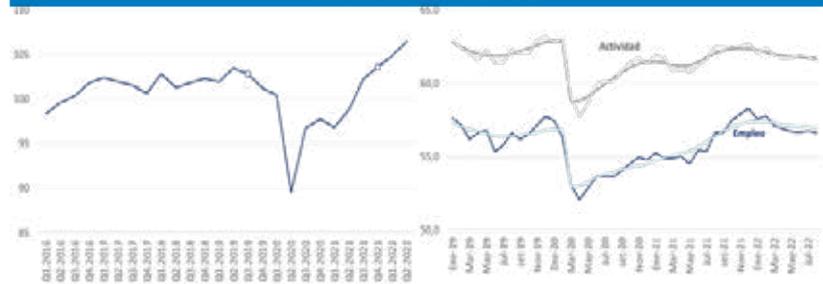


Al respecto de la actividad económica, luego de la significativa caída de la actividad durante 2020, la economía uruguayo ha comenzado un lento y dispar proceso de recuperación. En efecto, esta situación derivó en una recuperación asimétrica para los distintos sectores de actividad y que estuvo impulsada por el buen desempeño de la construcción (estrechamente vinculada a grandes obras, con foco en infraestructura y la construcción de una tercera fábrica de celulosa) y el sector agropecuario.

De esta forma, el PIB creció 4,4% en 2021, superando los niveles de actividad del 2019, previo a la pandemia. No obstante, y en línea con lo anterior, la recuperación ha sido asimétrica entre sectores, resaltando que algunos sectores sufrieron por más tiempo los efectos negativos de la crisis sanitaria. En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo este y el próximo año a un ritmo anual de 5,0% y 3,0%, respectivamente. Estos

guarismos han sido ajustados al alza en los últimos meses debido al positivo desempeño de la economía uruguaya durante los dos primeros trimestres del año, el cual estuvo por encima de lo esperado por los analistas.

## Gráficos 5 y 6 – Nivel de actividad (Desestacionalizado) y Evolución del mercado laboral

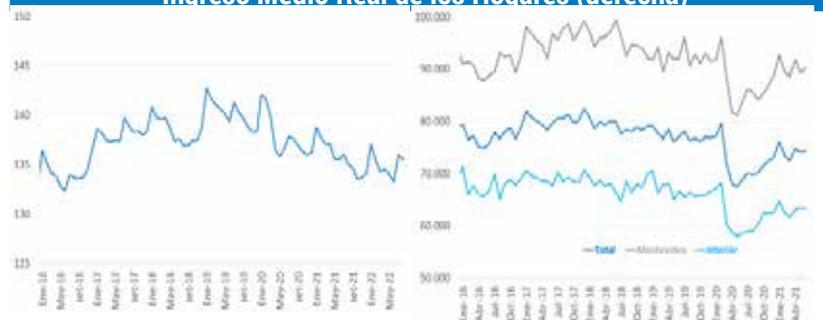


Fuente: EconUy

A pesar de esta recuperación del nivel de actividad, el mercado laboral ha presentado señales mixtas. En este sentido, el empleo se ha recuperado con cierto dinamismo y alcanzó rápidamente niveles similares a los exhibidos previo a la pandemia. No obstante ello, esta recuperación parece haberse estancado en los últimos meses y representa uno de los principales desafíos de la política pública.

Este comportamiento del mercado laboral tuvo su correlato en el ingreso de los hogares, que recuperaron de forma parcial la caída asociada a la crisis económica derivada de la pandemia. Adicionalmente, el debilitamiento del dólar a nivel local permitió recuperar aún más el poder de compra de los hogares medido en moneda extranjera. De todas formas, en línea con el reciente estancamiento de la recuperación del empleo, así como la magra evolución de los salarios reales -que aún se ubican un 4% por debajo de su valor previo a la pandemia-, los ingresos de los hogares han visto resentida su recuperación en los últimos meses y continúan ubicándose por debajo de su valor previo a la irrupción de la pandemia.

## Gráficos 7 y 8 – Índice Medio de Salarios Reales (izquierda) e Ingreso Medio Real de los Hogares (derecha)



Fuente: EconUy

## 2. Mercado inmobiliario de oficinas y vivienda: 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 de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se entelatece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local. Sin embargo, durante 2021 esta situación parece revertirse y comienza a evidenciarse cierta mejora del sector, tal como se aborda en lo que sigue de este capítulo.

### 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 transformación con la creación de nuevas industrias con nuevas necesidades y el desarrollo de nuevos centros de negocios, ampliando la distribución geográfica de las oficinas. 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. En particular, los servicios globales de exportación habrían alcanzado un récord de actividad en 2021, recogiendo el dinamismo de este sector y el posicionamiento de Uruguay a nivel global, lo que apuntala el desempeño del sector inmobiliario de oficinas.

El primer hito fue la construcción de las oficinas WTC. 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. En paralelo, las Zonas Francas y el desarrollo de otros centros de oficinas a lo largo de Montevideo, han apuntalado lo anterior.

## **i. Oferta de oficinas**

De acuerdo a Uruguay XXI y Coldwell Banker Commercial, el stock de oficinas A y A + ha crecido de forma sostenida en los últimos treinta años, con especial desarrollo en los últimos diez años y con varios emprendimientos aún en proceso de construcción. Según estimaciones de Uruguay XXI, a finales de 2020 contaba con más de 270 mil metros cuadrados de oficinas A y A +, de los cuales 40% corresponden a edificios de estas categorías localizados en Zonas Francas. Los restantes 60% se encuentran distribuidos en 23 edificios a lo largo de Montevideo de los cuales seis son categoría A+ y los restantes de categoría A. Es importante notar que el Proyecto Cosmos que se enmarca en el FFP pertenece al segmento A+ de oficinas.

La oferta de oficinas es cada vez de mayor calidad y se está adecuando a las formas de trabajo modernas, con espacios flexibles que favorecen la interacción y que generan un mayor compromiso con las empresas, fomentando el vínculo entre colaboradores. En este sentido, de acuerdo con 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. A este respecto, se destaca el 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.

Sumado a la oferta actual, existen varios proyectos en desarrollo que se volcarán sobre el stock actual, ampliando aún más la oferta de espacios de oficinas. Algunos ejemplos de esto son Alma Et, Brusco y Carrasco Valley, que se desarrollan en distintos puntos de Montevideo, lo cual refuerza la idea del desarrollo de nuevas "centralidades corporativas". A esto se agregan algunos edificios de viviendas que ya comienzan a incorporar espacios destinados al trabajo, como coworks lo que amplía marginalmente la oferta. Como se comentó en la calificación anterior, según Workplace en su informe de 2021 se espera que se agreguen 66 mil metros cuadrados adicionales entre 2022 y 2024. Lo anterior, confirma la relevancia del sector de oficinas de alto estándar y su ubicación geográfica en zonas específicas de Montevideo.

## **ii. Demanda, vacancia y precios**

De acuerdo con el 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. A su vez, la crisis sanitaria y la preocupación por los espacios ha llevado en algunos casos a considerar estos elementos a la hora de la decisión de arrendar, contemplando mayores espacios que antes para los trabajadores.

Sin embargo, la demanda por oficinas se habría movido a distintas velocidades en los últimos dos años, en parte producto de la crisis sanitaria con dos elementos relacionados. Por un lado la incertidumbre y el teletrabajo; por otro la necesidad de adecuar los espacios a nuevos requerimientos. Según Workplace Real Estate, “pocas empresas nuevas consultaban por espacios de trabajo hasta comenzar el tercer trimestre de 2021. Desde ese momento el mercado se reactivó, con nuevos requerimientos y ampliaciones, al tiempo que continúa el desarrollo de nuevos centros de oficinas repartidos a lo largo de la ciudad, tanto en zona céntrica como en otras centralidades emergentes como Carrasco o más consolidadas como Pocitos.

Respecto a los precios de alquiler de oficinas, estos habrían tenido variaciones en los últimos años producto de la pandemia y su efecto en los espacios de trabajo. En particular, informantes calificados han resaltado que los precios de los arrendamientos de oficinas tuvieron una baja producto de renegociaciones durante los primeros meses de la crisis sanitaria. De esta forma, se habría procesado un ajuste a la baja en los precios de alquiler. Previo a este fenómeno y en los últimos meses de 2021 se observó cierta estabilidad en los precios, sin cambios adicionales. Según la información provista por Workplace los alquileres de oficinas A y A+ se habrían ubicado en 17 USD y 27 USD por metro cuadrado, respectivamente. Estos resultados son consistentes con estimaciones previas realizadas por otros especialistas en real estate corporativo que pautaban precios similares. Si a los precios anteriores se le agregan los gastos comunes, también en términos promedio, el costo final de los arrendamientos corporativos rondaría entre 21,3 USD y 32 USD para oficinas A y A+<sup>9</sup>.

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

El mercado de oficinas está atravesando un proceso de transformación producto de la crisis sanitaria que precipitó nuevas necesidades vinculadas al tiempo y las distancias, la relación con el trabajo y el vínculo con la oficina como espacio. 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 el diseño y uso de las oficinas, en busca de espacios más amplios, con menor densidad de personas por m<sup>2</sup> y mejores prestaciones para los usuarios.

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. De hecho, los indicadores de movilidad han acompañado el final de la crisis sanitaria, con las oficinas volviendo a la normalidad. Este es un fenómeno que ocurrió tanto a nivel local como global. El cambio que sí parece perdurar es que el trabajo incorpore instancias a distancia, manteniendo cierto esquema híbrido de asistencia a la oficina y que las oficinas requieran más espacio para cumplir los protocolos. Esto es particularmente relevante en segmentos de oficinas A y A+, como las que se prevén en el Proyecto Cosmos. No obstante, este esquema híbrido aún está bajo prueba.

<sup>9</sup>. De todas formas, debe considerarse que los precios se caracterizan por tener amplia 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.

En última instancia, la persistencia e intensidad del trabajo remoto en el futuro podría depender, entre otros factores, de: acuerdos entre empresas y trabajadores; modelos de trabajo instaurados por la empresa; una adecuada legislación laboral y; de adecuadas comodidades en el hogar para los trabajadores. Estos elementos serán claves, en tanto podrán actuar como un incentivo o una limitante a la adopción de nuevas tendencias en cuanto al mix presencialidad-teletrabajo. Los casos internacionales son variados y no muestran una tendencia clara sobre estos puntos.

## **2.b. 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 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, especialmente en aquellas zonas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS. Esto ha llevado a redensificar zonas de relativamente menor atractivo como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras.

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

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 -las cuales se describen más adelante, en la sección que analiza la demanda de vivienda-.

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 y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios.

## i. 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 se refieren principalmente al crecimiento de la población -y otros cambios de paradigma de carácter social-, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, ahora se profundiza en cada caso.

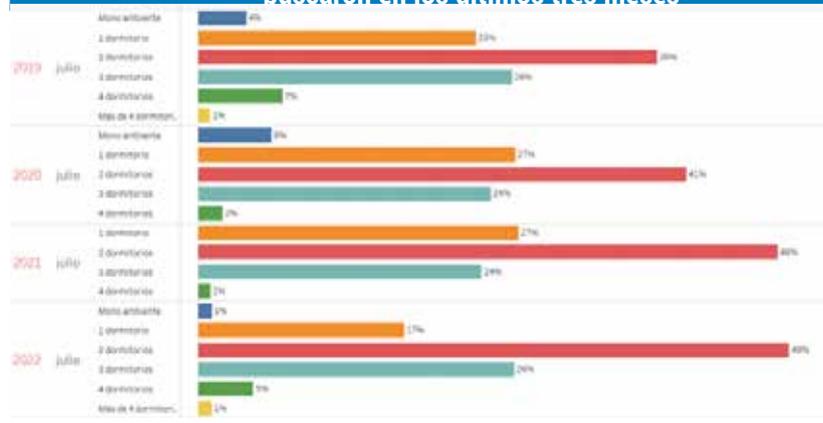
### ii.i. Factores que inciden en la demanda para uso

#### 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 cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI<sup>10</sup>. Este proceso ejerce cierta presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de arrendamientos.

A su vez, existen otros drivers estructurales, 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. 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.

**Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”**



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

Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente, que ya acumula más de 14 ediciones entre 2015 y 2022. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: aproximadamente el 20% y 50% de los entrevistados en la encuesta realizada prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. El 30% restante declaró haber buscado inmuebles con al menos 3 dormitorios durante los últimos 3 meses.

Para estos hogares, los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación en un lugar céntrico, la existencia de buena locomoción, que se trate de un entorno seguro y cercano al lugar de trabajo. Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda que el Proyecto Cosmos recoge en su configuración. Respecto al lugar de estacionamiento, no constituye uno de los factores determinantes a la hora de elección de una vivienda según el relevamiento de Research, aunque se debe notar que parecería ser un factor cada vez más importante.

**Gráfico 10 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses**



Fuente: Research Uruguay

## ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, evidenció una caída durante 2020-21 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido. Esta caída estuvo explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a la irrupción de la pandemia. Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó principalmente en los primeros meses 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 período.

En línea con una mejora del clima general por el proceso de apertura y las mejores perspectivas post-pandemia, durante la segunda mitad del 2021 y comienzos del corriente año las expectativas de los consumidores registraron una mejora y lograron situarse por algunos meses en la zona de moderado optimismo. A pesar de ello, impulsado por el deterioro de la situación económica personal de los hogares, el índice de confianza del consumidor

evidenció un fuerte descenso durante marzo de 2022 -el más alto desde la irrupción del Covid-19 en marzo de 2020- y retrocedió hasta la zona de moderado pesimismo.

**Gráfico 11 – Índice de Confianza del Consumidor**

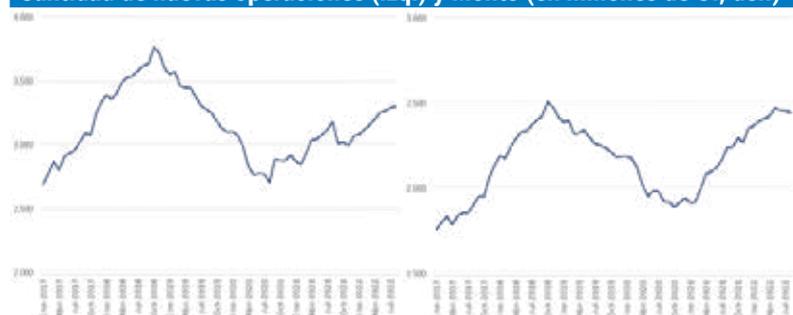


Fuente: SURA y UCU

El reciente deterioro del Índice de Confianza del Consumidor estuvo explicado por una fuerte contracción en la confianza de los consumidores sobre su Situación Económica Personal y la Situación Económica del País, el cual podría estar explicado por el estancamiento de la recuperación del empleo, así como el deterioro de los salarios en términos reales.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario, este habría registrado una importante recuperación luego del mínimo evidenciado durante el primer semestre de 2020: a julio del 2022 tanto la cantidad de nuevas operaciones como el monto de estas supera en más de un 10% el exhibido previo a la irrupción de la pandemia. La evolución de ambos indicadores da cuenta de cierta estabilidad -respecto al periodo anterior a la pandemia- en el crédito promedio por operación, luego del incremento exhibido al comienzo del último año.

**Gráfico 12 y 13 – Créditos hipotecarios en UI**  
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



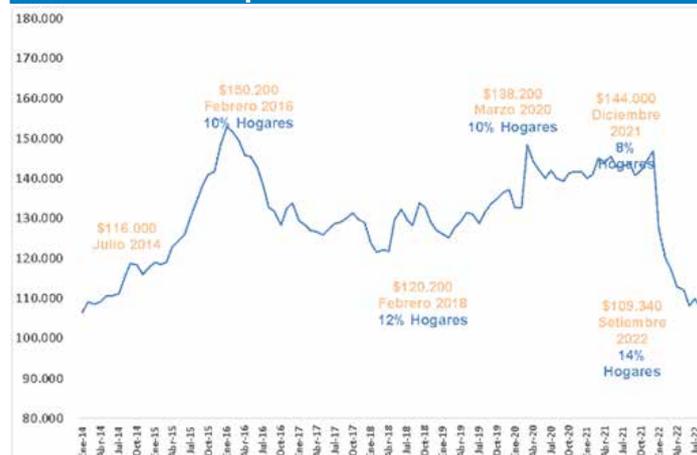
En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del BCU, al mes de julio de 2022 se ubicaba en aproximadamente 2.930 millones de dólares. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa 24% por encima de su nivel previo a la pandemia, al tiempo que evidencia una tendencia positiva durante los últimos meses. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,3% del total de créditos.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,5% para 2021, lo que se considera bajo en perspectiva internacional y aún moderado 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 con los países desarrollados y algunos países de la región.

Desde la óptica de los agentes demandantes de crédito (los hogares), algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son el ahorro previo y los requisitos de ingresos mensuales por núcleo familiar. En este sentido, los requisitos asociados a estos últimos se habrían reducido en los últimos meses de acuerdo a los cálculos realizados por Sader & Calvete a octubre de 2022. A modo de referencia, a septiembre 2022 el ingreso mensual líquido requerido para acceder al financiamiento del 80% de un inmueble medio tipificado de 65m<sup>2</sup> se redujo a \$109 mil a precios constantes de diciembre de 2020. Esta caída habría sido principalmente explicada por la importante apreciación real del peso uruguayo respecto del dólar estadounidense, lo cual fue acompañado por la disminución de las tasas de interés en Unidades Indexadas.

De todas formas, más allá de este importante descenso en los requisitos para acceder a un crédito hipotecario, es importante notar que, de acuerdo a datos del INE<sup>11</sup>, estos ingresos no sólo se ubican por encima del ingreso promedio, sino que sólo el 14% de los hogares podría acceder al crédito hipotecario bajo las condiciones habituales<sup>12</sup>.

**Gráfico 14 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario**



<sup>11</sup>. De acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares (ECH).

<sup>12</sup>. Complementando lo anterior, el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda, en tanto apenas 20% dice que no requerirá financiamiento.

Fuente: Sader & Calvete (Octubre 2022).

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad, determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital.

A este respecto, desde comienzos del corriente año las tasas de interés a nivel internacional han evidenciado un importante ajuste al alza, y han alcanzado niveles comparables a los exhibidos hace 10 años, lo cual eleva el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos. A pesar de ello, y en contraposición, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera.

De esta forma, ambos desarrollos configuran un escenario mixto para la demanda de inmuebles con motivo de inversión en el mercado local. La encuesta realizada por Research Uruguay señala que 8% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión. Este guarismo se encuentra ligeramente por encima de su valor en julio del último año, pero por debajo de diciembre. De la misma forma, la proporción de los encuestados que buscarán vivienda por motivo de inversión en los próximos dos años se ha mantenido estable respecto a julio del último año.

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

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y debe ser complementada con información secundaria. Por este motivo es necesario analizar la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA y Equipos, conjugado con la evolución de distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector como la recaudación de Impuesto a las Transacciones Patrimoniales y la cantidad de nuevos créditos hipotecarios bancarios permiten obtener una primera aproximación de la coyuntura del sector casi a tiempo real.

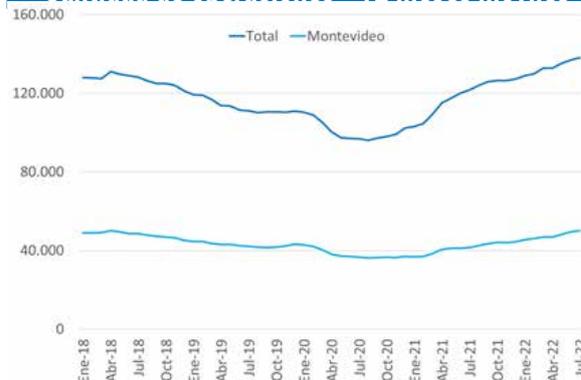
A este respecto, el comportamiento de cualquiera de estos tres indicadores deja entrever una dinámica positiva del mercado inmobiliario. No obstante ello, la reciente evolución negativa del Índice de Confianza del Consumidor -particularmente considerando la incertidumbre que los hogares parecen exhibir sobre su situación económica y la situación económica del país- genera algunas interrogantes sobre el dinamismo futuro del mercado inmobiliario.

Más allá de ello, es importante notar que la evolución favorable que presentó el Índice de Confianza del Consumidor desde mediados del último año estuvo ligada parcialmente a una importante recuperación de la Propensión a Comprar Bienes Durables, la cual actualmente se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos antes de la pandemia, incluso a pesar del deterioro exhibido en marzo de 2022. Esta evolución positiva de la Propensión a Comprar Bienes Durables a partir de mediados del último año se condice con el comportamiento de los créditos hipotecarios y el Impuesto a las Transacciones Patrimoniales.

Respecto a los primeros, estos evidenciaron un comportamiento positivo tanto en la cantidad de nuevas operaciones como en el monto operado en estas: ambas se encuentran algo más de un 10% por encima de su nivel previo a la pandemia. En cuanto al último, y de alguna forma como reflejo de la recuperación de la confianza de los consumidores y el incremento de las operaciones de crédito hipotecario, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales evolucionó más que favorablemente y también se ha recuperado cuando se lo compara con los niveles previos a 2020<sup>13</sup>.

<sup>13</sup>. Incluso uno debe remontarse hasta principios de 2014 para encontrar niveles de recaudación similares.

**Gráfico 15 – Inscripciones de Compraventa  
Cantidad de operaciones - 12 meses móviles**



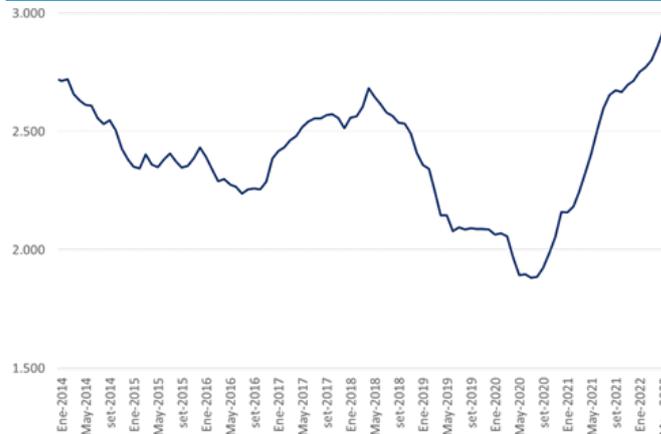
Esto parecería pautar una recuperación de la transaccionalidad del sector -lo que podría ser explicado por una mayor cantidad de operaciones u operaciones de montos más elevados-. Esto es consistente con la última información disponible del Instituto Nacional de Estadística<sup>14</sup> que indica que durante el último año se han registrado un 15% y 25% más de compraventas a nivel país respecto a 2019 y 2020, respectivamente. Más recientemente, cuando se considera el acumulado de los primeros siete meses del corriente año, la cantidad de compraventas creció un 27%, 67% y 17% respecto al mismo periodo de 2019, 2020 y 2021, respectivamente.

Restringiendo a Montevideo, que es el principal punto de desarrollos inmobiliarios para vivienda permanente, las compraventas durante el último año han evidenciado un importante incremento con respecto a 2020 (20%), pero cierta estabilidad respecto a 2019 (3%). Si consideramos la información acumulada de los primeros siete meses del corriente año, los registros de compraventas indican un aumento de 17%, 65% y 28% respecto al mismo periodo de 2019, 2020 y 2021, respectivamente. Esto confirma la recuperación del sector, más allá de cualquier consideración que se pueda hacer de cara al futuro.

De esta forma, la evolución de estos tres indicadores en su conjunto junto a la información de la Dirección Nacional de Registros deja entrever que el mercado inmobiliario evolucionó favorablemente luego del importante impacto sufrido al momento de la irrupción de la pandemia. A este respecto, la concreción de operaciones postergadas a raíz de la pandemia apuntado por la parcial recuperación de los ingresos de los hogares -explicada por la paulatina recuperación del mercado laboral e impulsada por la debilidad del dólar en el mercado financiero local- y las mejores expectativas de estos, explicarían en parte la evolución favorable del mercado inmobiliario. Adicionalmente, es posible conjeturar que existió un incremento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -como fue relevado en la edición anterior de la encuesta de Research Uruguay-.

<sup>14</sup>. En base a información de la Dirección General de Registros.

**Gráfico 16**  
**Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP)**  
Millones de pesos constantes de diciembre de 2020 - 12 meses móviles



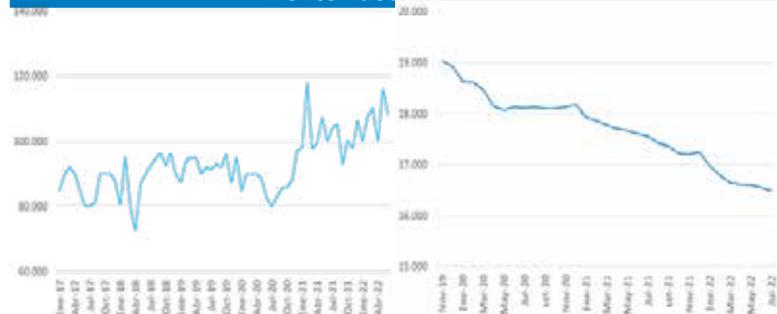
Fuente: MEF

No obstante ello, existen algunos factores que podrían incidir en la dinámica positiva exhibida recientemente. Por una parte, el estancamiento de la recuperación del mercado laboral, sumado al deterioro de los salarios en términos reales, habría afectado negativamente la situación económica de los hogares y sus expectativas, elevando la incertidumbre respecto a su futuro desempeño económico y el desempeño del país. En contraposición, el fortalecimiento del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense podría ser un factor que ayude a compensar lo anterior y evitar un mayor enlentecimiento del mercado inmobiliario, en particular gracias a que los hogares recuperan parcialmente su poder adquisitivo en moneda extranjera. Por otra parte, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales podría significar una reducción de la demanda de inmuebles por motivo inversión, en tanto estos se encarecen en términos relativos frente a otras alternativas de inversión.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Sader y Calvete en base al Research de Portfolio, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría tendido a aumentar durante 2021, aunque es dable pensar que los precios transados se ubican por debajo de estos.

Por otra parte, recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE da cuenta de una tendencia creciente en la mediana de precios de compraventa en Montevideo medido en dólares estadounidenses. De todas formas, se debe notar que esta información no permite distinguir la evolución del precio por metro cuadrado, por lo que se debe tener cierta cautela al considerarla en el análisis. En cuanto a los contratos de alquiler, la información del INE evidencia una disminución sostenida del precio promedio medido en pesos constantes desde noviembre de 2019 (primer mes en que esta información se encuentra disponible).

## Gráficos 17 y 18 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa (izquierda) y Precio Promedio de Contratos de Alquiler Montevideo



Fuente: INE en base a DNR

El mantenimiento/alza de los precios en dólares habría llevado a un aumento del precio medido en pesos constantes (UI). 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 en el mercado doméstico y, **(ii)** aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables, denominados en moneda local.

En última instancia, se debe notar que la importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de arrendamientos. En este sentido, en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo, al tiempo que la cantidad de hogares inquilinos ha tenido un aumento sostenido desde 2016. Parte de este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de la vivienda y resalta que el alquiler continúa siendo la válvula de escape del sector inmobiliario.

### iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante los últimos 18 meses, se espera que el mercado inmobiliario mantenga cierto dinamismo, en especial en cuanto a compraventa y mientras el dólar se mantenga estable y los créditos hipotecarios no internalicen la suba de tasas internacionales. En este sentido, el mercado inmobiliario parece haberse recuperado, dado el incremento de la transaccionalidad que aún perdura.

Más allá de ello, es importante realizar algunas consideraciones hacia el futuro. Por una parte, se debe tener en cuenta que el poder adquisitivo de los hogares aún no recuperó su nivel previo a la pandemia y ha evidenciado un importante estancamiento durante los últimos meses, en línea con el estancamiento del empleo y el escaso dinamismo de los salarios en términos reales. En última instancia, esta situación 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. En efecto, el desplome del Índice de Confianza del Consumidor refleja la

incertidumbre de los hogares respecto a esta situación. No obstante esto, el crédito hipotecario confirma cierto dinamismo, y el escenario de apreciación del peso favorece la transaccionalidad, aunque en contrapartida tensiona los márgenes de los desarrolladores, pudiendo afectar los precios de venta.

Por otra parte, lo anterior podría estar acompañada por un contexto financiero internacional menos favorable para las economías en desarrollo, lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-. Esto aún no se observa a nivel local. Adicionalmente, podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado el incremento del costo de oportunidad derivado del alza de las tasas de interés internacionales -las cuales se ubican en sus niveles más altos de los últimos 10 años-.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a pesar de los eventos adversos recientes.

### **3. Las políticas públicas**

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza por parte del Estado de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el Fideicomiso para alcanzar los flujos de fondos proyectados en su Prospecto de Emisión y cumplir con sus correspondientes obligaciones. A este respecto, se debe notar que históricamente los gobiernos del país no han intervenido en los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso.

En esta línea, Uruguay cuenta con un marco legal específico para el desarrollo de la actividad industrial, logística y al sector inmobiliario en un sentido amplio. Por citar algunas de las más importantes: Ley de Zonas Francas; Ley de Parques Industriales y Ley de Inversiones. Este marco normativo de política pública se ha mantenido durante décadas y es de muy baja probabilidad que se modifique de forma que afecte negativamente la actividad sectorial con impacto significativo en el correcto desarrollo de la actividad del Fideicomiso. En cuanto al mercado de oficinas, no se esperan cambios sustanciales desde las políticas públicas, al tiempo que el esquema de trabajo presencial parece volver a la normalidad de forma paulatina. El único elemento que podría impactar indirectamente en el sector de oficinas, se refiere a la legislación del trabajo, en especial en lo que refiere al trabajo a distancia. Si bien se ha promulgado una Ley de Teletrabajo (n°19978) que por el momento no parece haber modificado las preferencias de las empresas y trabajadores, este tema es aún incipiente y podría ser sujeto de revisión en algún momento. En cuanto a la oferta de oficinas, los estímulos fiscales han sido un elemento que ha apuntalado algunos desarrollos recientes en el mercado de oficinas del segmento A + y A y el FFP se ha beneficiado de estos estímulos.

Por el lado de la vivienda, la política 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. El actual 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, generando un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios, aunque no necesariamente en el mismo segmento que el Proyecto Cosmos

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. El “Plan Entre Todos” del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) es un ejemplo de lo anterior

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras<sup>15</sup>. En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas.

#### 4. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios del Fideicomiso se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran controlados. En este sentido, ni la primera etapa de la pandemia durante 2020 ni el recrudescimiento de la situación a comienzos de 2021 han impactado de manera particular sobre los subsectores inmobiliarios y segmentos de interés para el Fideicomiso. En perspectiva la entrada al mercado de las unidades ocurrirá con un mercado que ha superado la crisis sanitaria y con el desarrollo de nuevos emprendimientos que destacan el atractivo del mercado de oficinas. La vuelta a la normalidad debería fortalecer al mercado inmobiliario de oficinas, aunque el mantenimiento del trabajo híbrido genera incertidumbre sobre la configuración y exigencias de los espacios corporativos. El proyecto se adecúa a las tendencias en desarrollo de oficinas y vivienda, en una zona de particular atractivo y expansión. *Se considera un nivel de Riesgo bajo/medio.*

**El riesgo de políticas públicas.** Se encuentra acotado en tanto históricamente los sucesivos gobiernos han tenido reducida incidencia en los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso. De esta forma, a la fecha de la presente actualización no se advierten amenazas en lo que respecta al riesgo político. El mantenimiento de los estímulos fiscales a los cuales el Fideicomiso Financiero Platinum ha aplicado, favorecen el desarrollo de este tipo de emprendimientos. No se prevén cambios en el corto plazo que operen en detrimento de los objetivos del Fideicomiso. *Se considera un nivel de Riesgo bajo.*

<sup>15</sup> La intendencia presentó el programa “Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas”, que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy<sup>16</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

<sup>16</sup> **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**