

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I

Perfil

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO) es un Fideicomiso Financiero cuyo objetivo es generar rentabilidad mediante una estrategia con foco principal en el mercado inmobiliario y en especial en rentas corporativas en Uruguay. El plazo del Fideicomiso es de 18 años desde la emisión inicial de los certificados de participación, estipulado 3 años para el Período de Inversión (ampliado recientemente por 2 años adicionales), 10 años para el período de Gestión y 3 años para el período de Liquidación.

Con fecha 16/08/21 y 17/08/21 se realizó la colocación de USD 80 millones de Certificados de Participación (tramo minorista y mayorista, respectivamente), de los cuales USD 74.840.706 fueron adjudicados a inversores institucionales (93,6%), USD 1.159.294 corresponden a Grelana S.A. (1,4%) y el restante a clientes minoristas. Con fecha 19/08/21 se efectuó la integración de CPs por USD 17 millones (21,25% del monto adjudicado), el monto restante se encuentra sujeto a integración bajo la modalidad de *Capital Calls*. A la fecha de emisión del presente informe, se habían efectuado 4 *Capital Calls* por un total USD 12.342.865 que se suman a la primera integración, representando en total casi un 37% del total colocado, y se encuentra pendiente una quinta integración por USD 1,5 millones. Asimismo, desde el inicio de operaciones FF RIO distribuyó dividendos por un total de USD 622.000.

Fundamentos de la calificación

Calificación. La calificación responde principalmente a la calidad del Administrador, Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales) y contempla a su vez el acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder para tener prioridad en el desarrollo de proyectos y quien es uno de los principales desarrolladores del país. Además, considera que el Fideicomiso estará invertido mayormente en inversiones de renta, limitando las inversiones de desarrollo, de mayor riesgo relativo, al 40% del Fideicomiso (al 30-09-23 alcanzaba el 3% del total colocado y un 13% del total de las inversiones realizadas a dicha fecha).

Buena trayectoria de principales ejecutivos del Administrador. Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales o RIO Asset Management) es el gestor del Fideicomiso. Sus principales ejecutivos presentan experiencia tanto en el mercado inmobiliario de Uruguay como en la gestión de portafolios de inversiones alternativas. Se destaca que la Sociedad Administradora no gestiona internamente desarrollos inmobiliarios, sino que accede a través de alianzas estratégicas con participantes de reconocida trayectoria en el mercado, principalmente con el Estudio Lecueder.

Fuerte experiencia del Estudio Lecueder. El Estudio Lecueder es uno de los principales desarrolladores de Uruguay y es un factor estratégico en los proyectos de desarrollo, dado que existe un acuerdo de Colaboración entre ambas partes para dar prioridad al Fideicomiso en el desarrollo de sus proyectos frente a otros fideicomisos de oferta pública de similares características. En su haber, el Estudio cuenta con desarrollos de relevancia como es el World Trade Center Montevideo (complejo de oficinas) y el WTC Free Zone (Zona Franca). Como parte de la estructura del Fideicomiso, en los proyectos de desarrollo a fin de alinear los intereses, existirá una co-inversión de los grupos relacionados al Administrador y/o desarrollador.

Portafolio en Período de Inversión. El Fideicomiso se encuentra en su segundo año dentro del período de inversión estipulado, y al 30-09-23 como porcentaje del patrimonio comprometido (USD 80 millones) el portafolio de encontraba compuesto por: (a) un 21% por WTC Free Zone

Informe Integral

Calificaciones

Nacional	FI2(uy)
Perspectiva	Estable

Criterios Relacionados

[Manual de procedimientos de Calificación de Fondos Cerrados o de Inversión Registrado ante el Banco Central del Uruguay](#)

Analistas



Analista Principal
Yesica Colman
Director Asociado
yesica.colman@fixscr.com
+54 11 5235 8147



Analista Secundario y Responsable del Sector
María Fernanda López
Senior Director
mariafernanda.lopez@fixscr.com
+54 11 5235 8130

(Activo Ancla), (b) un 1,5% por Terminal Minas Shopping, (c) un 1,5% por acciones de Carwol S.A., (d) un 1,2% por un WTC PDE Free Zone, (e) un 0,7% en Carrasco Valey, (f) un 0,2% en el Fideicomiso Cala Torre I y (g) menos del 0,1% en Alugar S.A. (*self storage*). El restante 74% estaba pendiente de inversión y de integración mediante *capital calls*. Por lo expuesto, del total invertido a la fecha de análisis el 95% corresponde a proyectos terminados (sin *completion risk*, y con capacidad para generar flujo de ingresos al Fideicomiso), mientras que el restante son proyectos en desarrollo en diferentes grado de madurez.

Concentración. Los principales límites de concentración corresponden a un máximo de 40% en activos de desarrollo, un 35% para un mismo inmueble fuera del Activo "Ancla", 30% en Centros Comerciales, 30% en Centros de Distribución y locales industriales, 30% en inmuebles ocupados por un mismo inquilino, 20% en terrenos siempre que posean al momento de la adquisición un proyecto a desarrollarse antes de los 36 meses, y 50% en inmuebles cuyos ingresos provengan de un mismo sector económico. Dichos límites son cumplidos y en noviembre 2023 mediante Asamblea de Titulares se decidió ampliar el universo de activos elegibles incorporando bienes inmuebles o proyectos vinculados con tecnología: *data centers* y torres celulares por hasta el 10% del monto máximo colocado.

Consistencia y orden en el Proceso de Inversión. El Fideicomiso posee un proceso de inversión robusto, contando con el apoyo de un Comité de Inversiones en el que participan profesionales de amplia trayectoria en *real state* y gestión de patrimonios. El comité sesiona como mínimo una vez cada tres meses, con un quorum de 3 miembros y las decisiones se registran en actas.

Conflicto de Interés. Los señores Guillermo García Mansilla, Javier Orcoyen son miembros del Comité de Inversiones del Fideicomiso y/o Personas Vinculadas al Administrador o a sus afiliadas según sea el caso, y Carlos Alberto Lecueder cuyo Estudio tiene un acuerdo de colaboración con el Administrador, podrían tener conflictos de interés en relación con sus actividades en el Fideicomiso. En el caso de coinversión en desarrollos, ya sea el Administrador, se deberá exigir al Administrador los mismos términos y condiciones del compromiso y desembolso de fondos que el Fideicomiso (en las proporciones que correspondan) y el cumplimiento de dichos términos y condiciones será verificado regularmente por el Comité de Vigilancia durante la duración del Proyecto en cuestión.

Asimismo, previo al avance en cada proceso de compra (inversiones en sociedades) deberá existir una evaluación técnica independiente que valide los precios de entrada, la que deberá ser desarrollada por especialistas de prestigio.

Comité de Vigilancia. El Comité de Vigilancia estará conformado por una persona jurídica o por hasta 3 personas físicas elegidas por Titulares que representen una Mayoría Especial. El mismo debe velar por el cumplimiento del Administrador y del Fiduciario respecto a lo establecido en el contrato del fideicomiso. Actúa como un elemento de control en favor de los titulares de los títulos y de esta forma contribuye a evitar conflictos de interés.

Adecuado período de Inversión y desinversión. FIX considera que el plazo del Fideicomiso de 18 años permite una adecuada gestión de los ciclos así y el período de liquidación y venta de los activos de 3 años es razonable para evitar tener que vender activos por debajo de su valor por estar en la parte negativa del ciclo. Asimismo, el Contrato de Fideicomiso contempla la posibilidad de una extensión de dicho plazo. No obstante, el vehículo se extinguirá por el transcurso de 30 años desde su constitución, en línea con la *duration* que presentan similares instrumentos dentro del mercado.

Riesgo de contraparte. En proyectos de desarrollo, la selección de la empresa constructora será una decisión que se tomará en conjunto por el grupo inversor que lleve adelante cada proyecto en los que invierta el Fideicomiso, mediante un proceso licitatorio. Solamente participarán de estos procesos, empresas constructoras que tengan buenos antecedentes y que gocen de las garantías necesarias. Si bien no existen en principio seguros de caución u otros elementos que mitiguen el riesgo de construcción, los proyectos de desarrollo no podrán superar el 40% del portafolio del Fideicomiso y serán siempre en co-inversión con capitales privados, priorizando aquellos gestionados por el Estudio Lecueder, uno de los principales desarrolladores del país. En tanto, en inversiones en activos terminados, se realizará *due diligence* técnico para verificar la calidad de la construcción.

Marco operacional. El Fiduciario es TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A., entidad global con estándares internacionales que aplican a todas sus subsidiarias.

Fideicomiso con track record de 2 años. El desempeño del Fideicomiso no fue analizado dado que se encuentra en período de inversión (establecido en 3 años desde el inicio, y habiendo sido prorrogado por 2 años adicionales mediante Asamblea de Titulares en noviembre 2023). En el acumulado a septiembre 2023, el Fideicomiso presentó una utilidad neta que resultó en un +3% (en dólares) superior al mismo periodo del año previo que corresponden a la distribución de utilidades percibidas del proyecto WTC Free Zone S.A. que compensaron el incremento de los gastos operativos.

Sensibilidad de la calificación

Conformación de cartera y estabilidad de flujos. FIX podría subir la calificación del Fideicomiso una vez que el mismo cuente en su totalidad o su gran mayoría con activos terminados con renta, con flujo consistente, baja vacancia y que no exista riesgo de construcción.

Incumplimiento de los plazos o de su objetivo y proceso de desinversión. La falta de cumplimiento del Fideicomiso en los plazos preestablecidos, el desvío respecto a su objetivo de inversión, como así también presentar dificultades para hacerse de liquidez al cabo del período de vigencia del Fideicomiso podrían derivar en una baja de su calificación.

Perfil

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO) es un Fideicomiso Financiero cuyo objetivo es generar rentabilidad mediante una estrategia con foco principal en el mercado inmobiliario y en especial en rentas corporativas en Uruguay. El plazo del Fideicomiso es de 18 años desde la emisión inicial de los certificados de participación.

Con fecha 16/08/21 y 17/08/21 se realizó la colocación de USD 80 millones de Certificados de Participación (tramo minorista y mayorista, respectivamente), de los cuales USD 74.840.706 fueron adjudicados a inversores institucionales (93,6%), USD 1.159.294 corresponden a Grelana S.A. (1,4%) y el restante a clientes minoristas. Con fecha 19/08/21 se efectuó la integración de CPs por USD 17 millones (21,25% del monto adjudicado), el monto restante se encuentra sujeto a integración bajo la modalidad de *Capital Calls*. A la fecha de emisión del presente informe, se habían efectuado 4 *Capital Calls* por un total USD 12.342.865 que se suman a la primera integración, representando en total casi un 37% del total colocado, y se encuentra pendiente una quinta integración por USD 1,5 millones. Asimismo, desde el inicio de operaciones FF RIO distribuyó dividendos por un total de USD 622.000.

La vigencia del Fideicomiso estará dividida en 3 periodos: i) un Período de Inversión de 3 años desde el inicio de actividades (ampliado recientemente por 2 años adicionales); ii) un Período Gestión de 10 años desde la finalización del Período de Inversión, y iii) un Período de Liquidación de 3 años desde la finalización del Período de Gestión.

El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares a través de la inversión en:

- I. Proyectos inmobiliarios terminados (oficinas en edificios Categoría A o Categoría A+ exclusivamente, edificios de viviendas, centros comerciales, centros logísticos, entre otros) en Uruguay (tanto dentro de Zonas Francas como fuera) para su arrendamiento, uso, usufructo o aprovechamiento económico y posterior venta.
- II. El desarrollo de Proyectos inmobiliarios en Uruguay (tanto dentro de Zonas Francas o fuera) para su venta o arrendamiento, uso usufructo o aprovechamiento económico y posterior venta.
- III. Bienes inmuebles o Proyectos vinculados con tecnología: *data centers* y torres celulares.

Siempre respetando las restricciones correspondientes, el Fondo tendrá su foco estratégico en la inversión en activos con capacidad de generación de flujos consistentes en el tiempo y cuyo origen provenga, principalmente, de contratos de arrendamiento o de usuarios corporativos. Dentro de las opciones de rentas corporativas, se priorizará la inversión en rentas de oficinas.

Administración del Fondo

Grelana S.A. ("RIO Asset Management o RIO AM") es una sociedad creada para oficiar como administrador del Fideicomiso. Su directorio está compuesto por Guillermo García-Mansilla, y Javier Orcoyen.

Los accionistas de RIO AM son Guillermo García-Mansilla (50%), y Javier Orcoyen (50%).

Guillermo García-Mansilla se desempeña como CEO, Presidente y Head de Inversiones de RIO AM. El equipo de RIO AM que está a cargo de la administración del Fondo es un equipo multidisciplinario con amplia trayectoria en el mercado inmobiliario del Uruguay, construcción de portfolios de inversiones, y administración de riesgos, y que han compartido en experiencias previas la gestión de fondos de *real state*.

Guillermo García-Mansilla presenta experiencia en el rubro inmobiliario, participó en numerosos proyectos inmobiliarios en muchos casos representando pequeños grupos inversores y a partir de 2009 comenzó a invertir dentro del rubro a mayor escala a través de fondos privados a su cargo. Javier Orcoyen ex CEO de Merrill Lynch Cono Sur, luego Head de Julius Baer Argentina y Uruguay, se incorpora en el año 2014 por invitación de García-Mansilla como inversor en WTC Free Zone.

En el año 2015, ambos deciden asociarse. A partir de la experiencia aportada por Javier Orcoyen en bancas privadas deciden explorar la posibilidad de integrar activos alternativos en los portfolios de los bancos de inversión. Ese mismo año negocian la compra de mayor porcentaje accionario en WTC Free Zone, invitando inversionistas individuales de bancas privadas mediante la securitización del activo inmobiliario incorporándolo a un nuevo Fondo de inversión: Altern Investments LP.

Proceso de inversión

La gestión de RIO AM está a cargo del CEO Guillermo García-Mansilla y su equipo. Dentro de las actividades vinculadas al Proceso de Inversión se destaca la búsqueda, evaluación y aprobación de oportunidades de inversión bajo el marco de la Política de Inversiones.

Respecto al nivel de riesgo, se deberán evaluar en forma adecuada los riesgos a asumir los que podrán verse reflejados en: niveles de vacancia, ciclos económicos, velocidad de comercialización, deterioro de zonas del mercado, deterioro del nivel de actividad de sectores económicos, entre otros, procurando seleccionar activos que tengan la capacidad de generación de renta con flujos consistentes. Adicionalmente se priorizará las inversiones en activos con certificaciones medioambientales, y en activos cuyas ubicaciones sean las de mayor demanda en el mercado.

La Compañía establece dentro de sus objetivos en el plan de inversión obtener una TIR entre 6% y 8% para el segmento de renta y mayor al 10% en el segmento de desarrollo. Las *Cap Rates* estimadas para el segmento de renta de oficinas y de locales comerciales se ubicarían entre el 6% y 8%, para las de vivienda *multifamily* entre el 7% y 9% y para las de logística entre el 9% y 11%.

El Proceso de Inversión se compone de las siguientes etapas:

- a) **Detección de oportunidades de inversión.** Uno de los principales roles del Administrador es generar un "pipeline" de inversión en forma proactiva. Un punto central consiste en anticipar los ciclos del mercado.
- b) **Relevamiento técnico y análisis primario.** Detectadas las oportunidades de inversión, el Fideicomiso contará con un plan de inversión que detalle el target u objetivo de los activos a incorporar, los rendimientos mínimos y procederá a contar con fichas técnicas para homogeneizar el proceso de relevamiento inicial.
- c) **Evaluación primaria de la inversión.** Se evalúa si la inversión está dentro de los parámetros de metas a alcanzar del Fideicomiso, se contrasta con la información de mercado disponible y se evalúa los diferentes riesgos que se estaría asumiendo. En el caso que la inversión se encuentre dentro de los parámetros de rendimientos buscados se presenta al Comité de Inversiones quien deberá definir, por unanimidad, si desea avanzar en el proceso de adquisición. Las decisiones se registran en minutas

y en caso de que no se logre consenso entre los miembros del Comité, la inversión debe ser descartada.

- d) **Definición del marco de negociación.** Aprobada la continuidad de la inversión, el Administrador del Fondo procederá a comunicar a la parte vendedora (del inmueble o de las participaciones accionarias), su intención de una evaluación técnica del activo dentro de un marco de condiciones pre-establecidas.
- e) **Evaluación técnica o *due diligence*.** Una vez documentada la intención de las partes de avanzar en el proceso de compra de un inmueble se procederá a realizar una auditoría que releve los siguientes puntos:
- Notarial: registros de propiedad, legitimidad del vendedor, ausencia de inhibiciones, validación de superficies, etc.
 - Contable e Impositiva: adecuada registración contable de los valores presentados por la parte vendedora y revisión de aspectos relevantes durante su vida útil. Ausencia de contingencias impositivas y adecuada relación entre documentación fiscal y contable.
 - Valuación independiente: validación de los precios de entrada realizada por especialistas independientes.
 - Económico-financiera: validación de indicadores clave y su evaluación en el tiempo.
 - Estructural: evaluación de calidades constructivas, valores de reposición y mantenimientos contingentes.
 - Estudio de mercado: en función de la complejidad del activo se determinará si se trabajará con información de mercado disponible o se procede a un estudio a medida. En caso de realizarse este último deberá establecerse en forma previa los parámetros a relevar.
 - Contingencias: se deberá definir con la mayor precisión posible todas aquellas contingencias que puedan afectar al activo permitiendo que el Comité de Inversiones pueda realizar una adecuada evaluación de los riesgos a asumir.
- f) **Aprobación final.** El Administrador deberá proveer al Comité de Inversiones de toda la información surgida durante el proceso de auditoría, así como un informe final donde se recomienda o no la inversión en determinado activo y en qué condiciones sustentando su decisión. Dicho informe deberá ser presentado por el Administrador al Comité de Vigilancia, así como toda la documentación de respaldo utilizada por el Comité de Inversiones. El Fiduciario y/o el Comité de Vigilancia podrán rechazar la realización de la Inversión en caso de que, según lo que surja de la presentación realizada por el Administrador, la misma represente un incumplimiento al Contrato de inicio del FF, a la Política de Inversiones o el Plan de Negocios, todo lo cual deberá fundamentar expresamente y por escrito en forma circunstanciada dentro del plazo de 10 Días Hábiles de recibida toda la información y documentación de parte del Administrador.

En caso de proponerse por el Administrador la concreción de una inversión consistente en el Desarrollo de un Proyecto por parte del Fideicomiso, previo a la concreción de la inversión en este tipo de activo, se requerirá la aprobación de los Titulares por Mayoría Especial. Este procedimiento se aplicará a los Proyectos incluidos en el Acuerdo de Colaboración, pero no para aquellos Proyectos previstos en el Portafolio de Inicio.

Recursos de la Administradora

Lic. Guillermo Federico García-Mansilla (Presidente del Directorio, CEO, Head de Inversiones y miembro del Comité de Inversiones), cuenta con 20 años de experiencia en inversiones inmobiliarias en los siguientes rubros: vivienda, landbanking, hotelería, locales comerciales, logística y oficinas comerciales y 20 años invirtiendo en el mercado inmobiliario de Uruguay en locales comerciales y oficinas corporativas.

Por su parte, el Lic. Javier Orcoyen (Director y miembro del Comité de Inversiones) fue ejecutivo Senior de la banca privada en el Cono Sur y presenta amplia experiencia en el mercado financiero y de capitales. Desarrolló su carrera corporativa durante más de 18 años en Merrill Lynch, Bank of America y Julius Baer. Ex CEO y head del negocio de banca privada de Merrill Lynch para el cono sur (Argentina, Chile y Uruguay). En el año 2015 lideró junto a Guillermo García-Mansilla un fondo privado para la participación de inversionistas de alto patrimonio en inversiones de real estate.

El Estudio Lecueder es uno de los principales desarrolladores de Uruguay y es un factor estratégico en los proyectos de desarrollo, dado que existe un acuerdo de Colaboración entre ambas partes para dar prioridad al Fideicomiso en el desarrollo de sus proyectos frente a otros fideicomisos de oferta pública de similares características. En su haber, el Estudio cuenta con desarrollos de relevancia como es el World Trade Center Montevideo (complejo de oficinas) y el WTC Free Zone (Zona Franca). Como parte de la estructura del Fideicomiso, en los proyectos de desarrollo a fin de alinear los intereses, existirá una co-inversión de los grupos relacionados al Administrador y/o desarrollador.

El Administrador directamente, o a través de cualquier sociedad controlada, controlante, vinculada o con control común, deberá suscribir a su nombre CPs por un monto equivalente al 5% del monto inicial más la diferencia entre el 5% del monto máximo y a adquirir CPs en el mercado secundario. El Administrador deberá mantener dicha participación durante la vigencia del Fideicomiso y mientras siga siendo Administrador. Dicho Titular, no tendrá derecho a voto en las Asambleas.

Una vez que el Administrador directamente, o a través de cualquier sociedad controlada, controlante, vinculada o con control común hubiera cumplido con su obligación de suscribir a su nombre CPs por el monto inicial comprometido e integrado a los montos suscritos de acuerdo con el monto finalmente adjudicado, y si el monto adjudicado al Administrador en el mercado primario como consecuencia de la existencia de excesos de ofertas en el mercado primario es menor al monto inicial comprometido, el Administrador (por sí o a través de cualquier controlada, controlante, vinculada o con control común) se obliga a realizar esfuerzos comerciales para adquirir los CPs en el mercado secundario de forma tal de que en todo momento el Administrador o cualquier sociedad controlada, controlante, vinculada o con control común al Administrador sea titular de CPs por un monto equivalente al 5% de los CPs emitidos y en circulación.

El Administrador no presenta una plataforma tecnológica específica para el desarrollo y seguimiento de las inversiones inmobiliarias. Las mismas son modelizadas y monitoreadas a través de planillas de cálculo, las que contemplan un buen grado de detalle y orden, aunque se encuentran expuestas a un mayor riesgo operacional.

Características del Fondo y Cumplimiento Objetivo

Claridad y Consistencia de Objetivos e Inversiones

FIX considera que el Fondo presenta una aceptable claridad y precisión de su objetivo de inversión definido en el prospecto de inversión.

Para la construcción del portafolio de Rentas el Fideicomiso focalizará sus esfuerzos en las siguientes oportunidades:

- Inversión de oficinas situadas en World Trade Center Free Zone S.A.;
- Inversión de Oficinas Categoría A y A+;
- Inversión en Centro Logísticos;
- Inversión de oficinas situadas en otras Zonas Francas;
- Inversión en Centros Comerciales;
- Inversión en Locales Comerciales;
- Inversión en inmuebles destinados a la Renta Multifamilia;

- Oportunidades de inversión en Renta Corporativa bajo el formato “Sale & Lease back” y “Built to suit”;
- Inversión en bienes inmuebles o proyectos vinculados con tecnología: *data centers* y torres celulares.

El fundamento económico de invertir en oficinas en Zonas Francas y en el proyecto ancla en particular reside en un crecimiento esperado en la explotación de servicios a través de Zonas Francas, sumado a los beneficios impositivos que disfruta. Dentro de las Zonas Francas de servicios se destaca la de World Trade Center donde la sociedad WTC Free Zone S.A. es dueña de un complejo de dos torres de oficinas: Torre 1 de 16.886 m2 arrendables y Torre 2 con 16.800 m2 arrendables, las que en su conjunto exhiben una ocupación de +90%.

Reguladas bajo la Ley 15.291 el objetivo de las zonas francas es el de incentivar las inversiones, expandir las exportaciones, utilizar mayor cantidad de mano de obra nacional y promover la integración económica internacional. Las empresas pueden acceder a diversos beneficios fiscales e impositivos tales como exoneraciones de tasas “creadas o a crearse”, incluyendo impuestos aduaneros e impuestos derivados por renta, patrimonio e IVA. Otra ventaja es la garantía legal para la libre repatriación de capitales y utilidades.

Para la generación de estas oportunidades de inversión el Administrador podrá firmar opciones de compra y venta a favor del Fideicomiso. Respecto a los proyectos de desarrollo inmobiliario, se encuentran limitados al 40% del total del Fondo. Éstos presentan un mayor riesgo relativo hasta la terminación del proyecto, lo que deriva en una mayor incertidumbre en la generación de flujos, sin embargo, en la mayoría de los proyectos que participa actualmente el FF los desembolsos de capital se realizan una vez que se finalizan las construcciones y/o contra avance de obra.

Los criterios de inversión del Fideicomiso son:

- Se podrá invertir hasta un 100% del Fondo en oficinas comerciales A o A+;
- Se podrá invertir hasta un 100% del Fondo en una participación accionaria del World Trade Center Free Zone;
- Se podrá invertir hasta un 30% del Fondo en Centros de Distribución y locales industriales;
- Se podrá adquirir hasta un 30% en participaciones en Centros Comerciales;
- Se podrá invertir hasta un 40% en desarrollos inmobiliarios;
- Se podrá invertir hasta un 20% del Fondo en terrenos siempre que posean al momento de la adquisición un proyecto a desarrollarse antes de los 36 meses;
- Se podrá invertir en equipamiento de oficinas hasta un 10% del Fondo siempre que dichos activos integren el Fideicomiso;
- Se podrá invertir en bienes inmuebles o proyectos vinculados con tecnología hasta un 10% del Fondo.

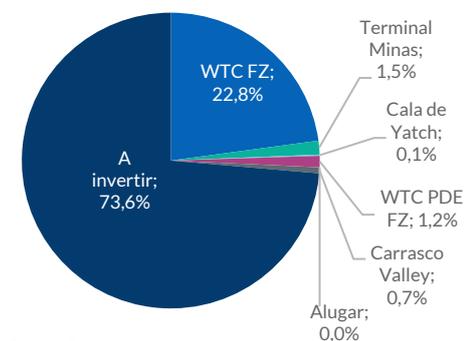
No se podrá invertir en oficinas de calidad inferior a Categoría A y Categoría A+, ni más del 35% en un mismo inmueble por fuera del activo ancla propuesto por el Promotor. Tampoco se podrá invertir más de un 30% en inmuebles ocupados por un mismo inquilino ni invertir más de un 50% en inmuebles cuyos ingresos provengan de un mismo sector económico. El límite máximo de exposición a activos de desarrollo es del 40%.

Estos criterios de diversificación no serán de aplicación durante el periodo de construcción del portafolio ni durante el proceso de futura desinversión. Las inversiones del Fondo estarán expuestas al negocio inmobiliario en Uruguay bajo un formato de retorno variable.

Análisis de la Cartera de Inversiones

Se destaca que el tipo de activos a ser incorporado vinculado al desarrollo inmobiliario, limitado al 40%, presenta un riesgo relativo más alto respecto a activos con flujos existentes, mitigado por la experiencia del Administrador y su acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder. No obstante, dada la limitación del 40%, el Fondo presenta un menor riesgo relativo

Gráfico #1: Activos en portafolio - Septiembre 2023



Fuente: Grelana

a Fondos que son completamente de Desarrollo, siendo que a la fecha de análisis del total invertido el 95% corresponde a un proyecto terminado (sin *completion risk*, y con capacidad para generar flujo de ingresos al Fideicomiso), mientras que el restante son proyectos en desarrollo en diferentes grado de madurez.

Los activos a incorporar si bien pueden ser ilíquidos o de menor liquidez relativa, no se evidenciaría problemas de liquidez para el Fideicomiso dado que es de carácter Cerrado y no hay ventanas de liquidez en el corto plazo. En tanto, una vez suscriptos para los inversores, la liquidez de las cuotapartes dependerá de la oferta y demanda en el mercado secundario. Sin embargo, en la última modificación al Reglamento se estableció que siempre que el monto adjudicado al Administrador en el mercado primario resultase inferior al monto inicial comprometido el Administrador se obliga a realizar esfuerzos para adquirir CPs en el mercado secundario de modo tal que el Administrador sea titular de CPs por un monto equivalente al 5% de los CPs emitidos y en circulación.

Respecto a la diversificación, se espera que la misma sea adecuada, sin embargo, dado el estadio en el que se encuentra el FF RIO aún su portafolio de inversiones está en período de conformación. En tanto, no se podrá invertir más de un 30% en inmuebles ocupados por un mismo inquilino ni invertir más de un 50% en inmuebles cuyos ingresos provengan de un mismo sector económico. Tampoco se podrá invertir más del 35% en un mismo inmueble por fuera del activo ancla propuesto por el Promotor.

El Fideicomiso se encuentra en su segundo año dentro del período de inversión estipulado, y al 30-09-23 como porcentaje del patrimonio comprometido (USD 80 millones) el portafolio de encontraba compuesto por: (a) un 21% por WTC Free Zone (Activo Ancla), (b) un 1,5% por Terminal Minas Shopping, (c) un 1,5% por acciones de Carwol S.A., (d) un 1,2% por un WTC PDE Free Zone, (e) un 0,7% en Carrasco Valey, (f) un 0,2% en el Fideicomiso Cala Torre I, y (g) menos del 0,1% en Alugar S.A. (*self storage*). El restante 74% estaba pendiente de inversión y de integración mediante *capital calls*. Por lo expuesto, del total invertido a la fecha de análisis el 95% corresponde a proyectos terminados (sin *completion risk*, y con capacidad para generar flujo de ingresos al Fideicomiso), mientras que el restante son proyectos en desarrollo en diferentes grado de madurez.

A la fecha de análisis, el Fideicomiso contaba con compromisos asumidos:

- a) Fideicomiso Cala I → FF RIO se adhirió e incorpora al contrato como Fideicomiso Adherente, mediante el cual se obliga a realizar un aporte de USD 4,1 millones.
- b) Alugar S.A. → compra del 28,63% de las acciones de dicha compañía por USD 4,5 millones, lo que a la fecha de emisión del presente informe el monto comprometido había sido abonado en su totalidad;
- c) Carrasco Valley → se firmó boleto de reserva por la adquisición de 5 unidades cuyo precio asciende a USD 5,2 millones, de los cuales al 30/09/23 se había realizado una seña por el 10%, y al 4/10/23 se había abonado su totalidad con la firma del compromiso de la compraventa.

Estructura del Fondo

La estructura del Fondo es adecuada en relación con los activos que estarían en cartera. El plazo del Fideicomiso será de 18 años desde su creación, 3 años para el Período de Inversión (ampliado recientemente por 2 años adicionales), 10 años para el período de Gestión y 3 años para el período de Liquidación. El plazo de 18 años en conjunto con un plazo de desinversión de 3 años se considera adecuado para una correcta gestión del portafolio a través del ciclo. Adicionalmente, si bien pueden existir distribuciones de rendimiento, cuando se den las condiciones establecidas en los documentos legales, se destaca que no hay ventanas de salida anticipada que podrían afectar la madurez necesaria para la apreciación de capital, así como la consistencia en los flujos y rentabilidad del fideicomiso. Como se mencionó con anterioridad al menos el 60% del Fideicomiso corresponderá a activos de renta, mientras que los activos de desarrollo, de mayor riesgo relativo, se limitarán al 40%. Si bien no existen mitigantes establecidos o comprometidos como seguros de caución, lo que deriva en un mayor riesgo de construcción, los mismos serán realizados en conjunto con el Estudio Lecueder uno de los principales desarrolladores del Uruguay con extensa trayectoria.

Además, respecto a la estructura del Fideicomiso, el Fiduciario constituirá una cuenta de reserva para contingencias (Reserva para Contingencias), en la que se acreditarán contablemente las sumas equivalentes a las contingencias previsionadas por el Auditor del Fideicomiso en la contabilidad del Fideicomiso a fin de atender eventuales contingencias legales provenientes de los daños, perjuicios y otros conceptos debido a reclamos y/o acciones judiciales.

Adicionalmente, cuando se proceda a la liquidación del Fideicomiso, el Fiduciario constituirá una cuenta de reserva de liquidación (Reserva de Liquidación) del Fideicomiso en la que se depositarán fondos procedentes del Patrimonio Neto del Fideicomiso, para hacer frente al pago de eventuales contingencias fiscales o de otro tipo que recaigan sobre el Fideicomiso, devengadas hasta su liquidación, si las hubiere o pudiere haberlas y que fueran determinadas o determinables a la fecha de su liquidación o extinción, y siempre que exista duda razonable sobre la existencia de dichas contingencias debido a la interpretación conflictiva de normas particulares al respecto. Esta Reserva de Liquidación del Fideicomiso permanecerá depositada en una cuenta especial abierta por el Fiduciario hasta que exista opinión favorable de un asesor independiente que exprese razonablemente que no existirá contingencia y por tanto obligación de pagar la misma.

Evaluación del Endeudamiento

El Fideicomiso podrá incurrir en Endeudamiento hasta por un máximo de 30% del Patrimonio Neto Ajustado del Fideicomiso según los últimos Estados Contables disponibles más las integraciones de Certificados de Participaciones pendientes de realización, en cuyo caso el Fideicomiso podrá otorgar garantías por tal endeudamiento hasta por un monto máximo de 2 veces dicho endeudamiento, salvo excepciones aprobadas por el Comité de Vigilancia. Este endeudamiento tendrá como único objetivo optimizar la rentabilidad del Fideicomiso, facilitar la operatividad de las transacciones o cubrir eventuales contingencias legales y fiscales. Corresponde al Comité de Inversiones fijar para cada caso concreto, las condiciones del endeudamiento (tasas de interés, origen y destino de la deuda, cronograma de pagos), así como las garantías a otorgarse siempre que estén dentro de los límites especificados en dicha cláusula. Los citados endeudamientos, así como sus condiciones, incluyendo las garantías a otorgarse, deberán ser aprobadas previamente por el Comité de Vigilancia y luego se comunicarán al Fiduciario.

Asimismo, se destaca que el Fideicomiso podrá tener un apalancamiento indirecto a través de la deuda que posean las Sociedades donde el Fideicomiso obtenga una participación.

Evaluación del Desempeño Financiero

El desempeño del Fideicomiso no fue analizado dado que se encuentra en período de inversión (establecido en 3 años desde el inicio, habiendo sido prorrogado por 2 años adicionales). En el acumulado a septiembre 2023, el Fideicomiso presentó una utilidad neta que resultó en un +3% (en dólares) superior al mismo periodo del año previo que corresponden a la distribución de utilidades percibidas del proyecto WTC Free Zone S.A.

Análisis Operacional

FIX considera que el Fideicomiso presenta buenos mecanismos de control. Los mismos son llevados a cabo tanto por el Fiduciario como por el Comité de Vigilancia.

El Fiduciario es TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. TMF Group es un proveedor global de servicios de negocio para clientes que operan e invierten globalmente. TMF Group opera más de 125 oficinas en más de 83 jurisdicciones y emplea a más de 7.000 expertos contables, abogados, secretarios corporativos y profesionales de recursos humanos, entre otros.

TMF Group ha estado operando en Uruguay desde el 2006, aunque su participación de mercado es inferior a otros mercados como en Argentina donde es uno de los líderes. Un punto que se destaca del Fiduciario además de su presencia global y estándares internacionales, es su independencia al no estar vinculado a ninguna institución financiera, legal, tributaria o contable.

FIX considera que son adecuadas las políticas para mitigar eventuales conflictos de interés.

En caso de que determinada inversión de los recursos del Fideicomiso involucre un supuesto de conflicto de interés, entre el Administrador, las Personas Vinculadas y la contraparte de la inversión, dicha situación de conflicto deberá ser puesta en conocimiento del Comité de Vigilancia y del Fiduciario y se deberá contar con un dictamen favorable del Comité de Vigilancia.

El Comité de Vigilancia podrá estar conformado por una persona jurídica o por hasta 3 personas físicas elegidas por Titulares que representen una Mayoría Especial. En ningún caso podrán ser miembros del Comité de Vigilancia el valuador independiente ni los técnicos calificadores de la calificadora de riesgo que emita el dictamen de calificación de los CPs. El mismo debe velar por el cumplimiento del Administrador y del Fiduciario respecto a lo establecido en el contrato del fideicomiso. Actúa como un elemento de control en favor de los titulares de los títulos y de esta forma contribuye a evitar conflictos de interés. Mediante Acta de Asamblea de los Titulares de Certificados de Participación, de fecha 12/11/21, se ha decidido asignar al Cr. Daniel Porcaro como único miembro del Comité de Vigilancia, un profesional con amplia experiencia en el sector inmobiliario de Uruguay.

El Administrador se obliga a no realizar durante la vigencia del Período de Inversión tareas de administrador de un fideicomiso financiero de oferta pública en Uruguay con una política de inversión similar a la del Fideicomiso, sin la autorización previa y expresa de los Titulares. Sin perjuicio de lo anterior, el Administrador podrá ser administrador de un fondo, fideicomiso o estructura jurídica similar local o del exterior, de oferta privada con una política de inversión similar a la del Fideicomiso. Dicho fondo, fideicomiso o estructura similar podrá invertir en Proyectos con el Fideicomiso, bastando para ello la comunicación al Comité de Vigilancia. No serán de aplicación las disposiciones mencionadas en los casos de inversiones en Proyectos en los que participe el Sr. Carlos Alberto Lecueder o el Estudio Luis E. Lecueder (o cualquier sociedad controlante, controlada, vinculada o control común a ellos), ya sea como administrador, estructurador, inversor o cualquier otra posición, siendo de aplicación lo previsto en el Acuerdo de Colaboración. En dichos casos, el Sr. Carlos Alberto Lecueder (o su suplente) no participará en el Comité de Inversiones que adopte la decisión de inversión en el Proyecto de que se trate y se comunicará al Comité de Vigilancia de la situación. Asimismo, no serán de aplicación lo mencionado en las cláusulas dentro del portafolio de inicio así como tampoco en los casos de coinversión del Administrador.

Los Activos y Pasivos del Fideicomiso se valuarán de acuerdo con las normas contables adecuadas ("NIIF") y a las normas que al respecto dicte el BCU.

En tanto, el auditor del Fideicomiso es Auren S.C.

Determinación de la Calificación

La calificación responde principalmente a la calidad del Administrador, Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales) y contempla a su vez el acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder para tener prioridad en el desarrollo de proyectos y quien es uno de los principales desarrolladores del país. Además, considera que el Fideicomiso estará invertido mayormente en inversiones de renta, limitando las inversiones de desarrollo, de mayor riesgo relativo, al 40% del Fideicomiso (al 30-09-23 alcanzaba el 3% del total colocado y un 13% del total de las inversiones realizadas a dicha fecha).

Anexo I - Dictamen

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO)

El consejo de calificación de FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. –en adelante FIX– reunido el 21 de diciembre de 2023, decidió confirmar la calificación **F12(uy) Perspectiva Estable** al Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO).

F12(uy): Fondos que demuestran, en la opinión de FIX, altos estándares para cumplir en el largo plazo con los objetivos de inversión del Fondo, considerando la capacidad de gestión de la Administradora y las características del Fondo.

La calificación aplica a los términos y condiciones estipulados en el prospecto de emisión y Contrato del Fideicomiso. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con los documentos legales de la transacción.

La calificación responde principalmente a la calidad del Administrador, Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales) y contempla a su vez el acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder para tener prioridad en el desarrollo de proyectos y quien es uno de los principales desarrolladores del país. Además, considera que el Fideicomiso estará invertido mayormente en inversiones de renta, limitando las inversiones de desarrollo, de mayor riesgo relativo, al 40% del Fideicomiso.

Fuentes de información

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente.

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado, entre ellas:

- Prospecto de Emisión, disponible en www.bcu.gub.uy
- Documento de emisión, disponible en www.bcu.gub.uy
- Estados Financieros Anuales (último 31.12.2022), disponible en www.bcu.gub.uy
- Estados Financieros Intermedios (último 30.09.2023), disponible en www.bcu.gub.uy

Escriba el texto aquí



Ma. Fernanda López



Yesica Colman

Anexo II - Glosario

- Track Record: Historia Significativa o trayectoria.
- Tenant: inquilino.
- Real Estate: Bienes Raíces
- Capital Markets: Mercado de Capitales
- Wealth Management: Gestión de patrimonios.
- Management: Administración/Gerencia
- Due Diligence: diligencia debida.
- Research: estudios o investigación de mercado.
- Cap Rate: Ingresos operativos netos (o brutos) en relación al valor del inmueble o inversión
- Landbanking: banco de tierras.
- Sales & Lease Back: venta y Leasing posterior de ese mismo activo.
- Built to suit: construido a medida de las necesidades de un tenant o inquilino.
- Capital Calls: Ventanas de integración de capital en línea con los compromisos asumidos por los inversores.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR SA (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.