

NR/4/2015/1865

105

CARE

CALIFICADORA DE
— RIESGO —

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO
FIDUCIARIO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE
DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I**

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

CARE Calificadora de Riesgo

GA

Montevideo, Junio de 2015

CARE – Juncal 1437 – Oficina 106. Tel 9148866
www.care.com.uy- care@care.com.uy

NR/4/2015/1865

CARE

SUMARIO	Página
RESUMEN GENERAL	3
SECCIÓN I INTRODUCCIÓN	4
SECCIÓN II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION	7
SECCIÓN III LA ADMINISTRACIÓN EL FIDUCIARIO Y EL ADMINISTRADOR	9
SECCIÓN IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO A FUTURO DE FONDOS	16
SECCION V EL ENTORNO	19
SECCION VI CALIFICACION DE RIESGO	23
ANEXO I INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS	
ANEXO II INFORME SECTORIAL	

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

NR/4/2015/1865

106

CARE

SUMARIO

Calificación de Riesgo C.P. Fideicomiso Financiero CASASURU desarrollo de viviendas de interés social I 5-06-2015

Certificados de Participación Serie A por hasta \$ 135.000.000 (pesos uruguayos ciento treinta y cinco millones).

Distribuciones: Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.

Activo Fideicomitado: Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.

Fideicomitentes: Suscriptores iniciales de los CP's, Mulery SA y Nurwoly SA

Emisor y Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.

Administrador: CASASURU S.A.

Entidad Representante y Registrante: BEVSA

Administración y pago: EF Asset Management

Calificadora de Riesgo: CARE

Vigencia de la calificación: hasta el 30 de abril de 2016.

Comité de Calificación: Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán y Ec. Mayid Sáder Neffa

Asesor Jurídico de la emisión: Dr. Leandro Rama Siena

Calificación de riesgo de CPA: BBB. Uy¹²

stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Destaca la fortaleza de la TIR de los flujos proyectados según el plan de negocios, ante sensibilizaciones severas vinculadas por ejemplo al tiempo de comercialización o al propio costo constructivo.

- El segmento socioeconómico elegido presenta una demanda no satisfecha y las tipologías elegidas en el proyecto como los métodos constructivos son adecuados según se destaca en el informe sectorial (Anexo II).
- La demanda "por consumo" de este tipo de vivienda está íntimamente relacionada con el crédito hipotecario. El administrador manifiesta una estrategia clara para adecuar a los promitentes compradores con las exigencias provenientes de las regulaciones bancarias para el otorgamiento de créditos hipotecarios.
- Existe una adecuada disponibilidad de crédito hipotecario (público y privado) para el público objetivo de este proyecto. En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión.

RESUMEN GENERAL

CARE ha calificado los certificados de participación Serie A en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" con la calificación BBB (uy) de grado inversor.¹

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 aprecia en el informe jurídico adjunto. (Anexo I).

- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CASASURU SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa demuestra capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación nacional con una trayectoria destacada y se somete a diversos controles de gestión. La figura del auditor de obra y su relación con el proyecto, resulta adecuada para controlar su ejecución. Por otra parte, el compromiso con el éxito del negocio se expresa en el aporte al fideicomiso de dos inmuebles, así como en el alineamiento de incentivos entre el éxito del proyecto y sus ingresos.

- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los

¹La obtención de los permisos de construcción y urbanización, así como la de los beneficios fiscales derivados de la Ley 18.795 constituyen un aspecto básico de la calificación.

² CARE debe recibir los documentos definitivos

NR/4/2015/1865

CARE

SECCIÓN I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social".

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 considerarse 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 en el tiempo utilidades, 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 múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ec. Mayid Sader Neffa y el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama Sierra cuyo informe se adjuntan (ver Anexo I).

Esta calificación, se actualizará los meses de abril y noviembre de cada año a partir del cierre del primer ejercicio del Fideicomiso³. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la marcha de los proyectos y de su comercialización. El fiduciario y el administrador se comprometen a proveer esta información. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas debería ir incrementando la nota.

³ **Artículo 59.8** (Actualización de Calificaciones de Riesgo): *El dictamen de calificación mencionado en el artículo 59.2, literal H del presente Manual, deberá actualizarse dentro del cuarto mes de cerrado el ejercicio, debiendo éste vincularse con los Estados Contables Anuales Auditados del Fideicomiso Financiero y dentro del undécimo mes de cerrado el ejercicio, debiendo éste vincularse con los Estados Contables Semestrales con Informe de Revisión Limitada del Fideicomiso Financiero. BEVSA*

NR/4/2015/1865

107

CARE

Antecedentes generales

Del prospecto se toma un resumen de las características del negocio que deriva de la emisión de Certificados de Participación escriturales que tendrán un valor nominal cada uno de ellos de UI 10.000 (unidades indexadas diez mil). Se emitirán Certificados de Participación Serie A de oferta pública por hasta UI 135.000.000 y Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 que no se califican en esta.

El objetivo del Fideicomiso es desarrollar proyectos de vivienda de interés social en dos Inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes y en dos inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso.

Los Proyectos serán realizados en los dos Inmuebles aportados por los Fideicomitentes, y en partes de los siguientes dos Inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso: Padrón Número 46.944 (ex 777) de Ciudad de la Costa, Departamento de Canelones y Padrones Números 44.890, 44.891 y 44.892 de Ciudad de la Costa, Departamento de Canelones.

Los dos Inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso, podrán ser adquiridos mediante la compra de los Inmuebles o de las sociedades que sean propietarias de los mismos, en los siguientes términos y condiciones:

En el caso del Padrón Número 46.944 (ex 777), el precio de compraventa será de USD 140 por m² totalizando USD 2.926.000 pagadero en 12 cuotas mensuales, iguales y consecutivas.

En el caso de los Padrones Números 44.890, 44.891 y 44.892, se adquirirán 35.000 metros cuadrados construibles de los Inmuebles (excluidos caminos, sendas de paso o fracciones destinadas a los usos públicos o no comercializables) y como pago se realizarán obras en la parte de los inmuebles que quedan para el vendedor como forma de pago, conforme a los plazos y demás condiciones acordadas por el Administrador. Adicionalmente, el Administrador realizará a la brevedad posible sus mejores esfuerzos para negociar una opción de compra del resto de los padrones a favor del Fideicomiso, al precio y por el plazo que se logre negociar con el vendedor.

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de CASASURU, una compañía con probada habilidad en este tipo de operaciones, con participación en el llamado equipo gestor de una gerencia de proyectos asesorado por un estudio de arquitectura de reconocida trayectoria.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones inmobiliarias, sin perjuicio de distribución de utilidades según condiciones establecidas.
- Construcción de aproximadamente 798 casas en un plazo proyectado de 5 años. El modelo de negocios está focalizado para la compra de vivienda a través del crédito hipotecario y el administrador presenta una unidad de negocios formada para agilizar el proceso de obtención de dichos créditos.
- Una estimación de TIR para el inversor en los CPA, según el prospecto, en un rango de entre 0,6 % y 45%, según las sensibilizaciones realizadas en las planillas adjuntas al prospecto de emisión. A su vez, ante un escenario extremadamente negativo simulado por CARE, el Proyecto describe tasas de rendimiento positivas en un 99,9% de los casos (véase sección IV).
- La integración del capital es diferida en el tiempo según se detalla en el prospecto de emisión.

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

NR/4/2015/1865

CARE

2. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada fue la siguiente:

- Prospecto de emisión
- Contrato de fideicomiso
- Contrato de entidad representante
- Contrato de Administración
- Documento de emisión
- Estados Contables del Fiduciario auditados.
- EE.CC de CasasUru S.A al 31/8/2014 con informe de auditoría.
- EE.CC parciales, al 31/3/2015 de Mulery SA y Lisfely SA.
- Actas de Directorio y de Asamblea Extraordinaria de Accionistas de CasasUru SA del 29/11/2014.
- Entrevistas a informantes calificados para verificación de reputación del administrador, tanto en el mercado inmobiliario como en el BHU.
- Procedimientos de inversión y de gestión recogidos en contrato y prospecto.
- Visita del Comité de Calificación a las obras culminadas y en proceso de construcción, así como los terrenos situados en Lagomar en los que se asentará el proyecto.
- Informe jurídico (Anexo I)
- Informe sectorial a diciembre de 2014 (Anexo II)

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

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los certificados de participación.
- b) La administración, en este caso EF Asset Management, como Fiduciaria y CasasUru SA. Como Agente Operador.
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. 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 nota⁴.

⁴ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros" Punto 3.

NR/4/2015/1865

108

CARE

SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I.
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión (en adelante EF).
Administrador:	CASASURU S.A
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación Serie A de oferta pública por hasta UI 135.000.000. Importe de la emisión que se califica. Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 (en esta oportunidad no se califican)
Activos del Fideicomiso:	Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.
Moneda:	Unidades Indexadas
Importe de la Emisión:	Hasta UI 135.000.000 (unidades indexadas ciento treinta y cinco millones) con integración diferida según prospecto de emisión. La integración de los Valores se realizará de acuerdo a lo que será establecido por el Fiduciario en el Prospecto, pudiendo establecerse un mecanismo de integraciones diferidas y con garantías en los casos que así se entienda necesario.
Distribuciones:	Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agrega en el Anexo I (Informe de Contingencias Jurídicas). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Después de analizar el contrato de fideicomiso, el informe se refiere a las contingencias subjetivas referidas al fiduciario, los fideicomitentes, el administrador y los beneficiarios; el informe señala:

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

CA/

NR/4/2015/1865

CARE

- *“En suma, las partes se encuentran autorizadas por el ordenamiento jurídico vigente a participar en el negocio fiduciario proyectado y no se aprecian obstáculos para la validez y eficacia de las obligaciones que asumen.”*

Más adelante analiza las contingencias objetivas, en concreto la situación de los bienes inmuebles, la actuación del administrador, de los titulares, así como la necesaria declaración de interés social.

Finalmente concluye:

- *“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión.”*

Para verificar todos estos aspectos, véase el Anexo I.

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 prácticamente inexistente.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es moderado, medio.*

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

NR/4/2015/1865

109

CARE

SECCIÓN 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 CasasUru S.A en su condición de operadora del proyecto.

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.

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

La evaluación incluye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión.

Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Dr. Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Dra. Sandra González Vila
Síndico	Cr. Bruno Gilli
Síndico Suplente	Dr. Gonzalo Secco

La Dirección Ejecutiva está a cargo de su Presidente, Dr. Diego Rodríguez que a su vez es el Oficial de Cumplimiento y la administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA Ferrere, siendo el socio encargado de la prestación de dichos servicios el Cr. Nelson Mendiburu.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al cierre del 31 de diciembre de 2014 y su comparativo con el año anterior, revela una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez.

NR/4/2015/1865

CARE

Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a diciembre de 2014 asciende a (miles) \$ 17.684 lo que representa más de 25% de incremento respecto al cierre del ejercicio anterior. También es positivo, y creciente respecto al ejercicio cerrado en 2013 el ratio de liquidez, situándose en 1.71. 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.

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

Concepto	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Activo Corriente	7.242	8.815	6.842
Activo no Corriente	45.193	30.478	32.612
Total Activo	52.435	39.293	39.454
Pasivo Corriente	4.232	5.810	1.365
Pasivo no Corriente	30.520	19.387	27.377
Total Pasivo	34.752	25.196	28.742
Patrimonio	17.684	14.097	10.713
Total Pasivo y Patrimonio	52.435	39.293	39.454
Razon Corriente	1,71	1,52	5,01

Fuente: EE.CC EFAM al 31/12/14

Por su parte, según se desprende del cuadro siguiente, los ingresos operativos al cierre del ejercicio 2014 suponen un incremento del 22% en relación al cierre anterior. En cambio los resultados operativos son menores a los de un año atrás. Esto se ve parcialmente compensado por resultados financieros superiores en el comparativo del mismo período lo que arroja un indicador similar al comparar los resultados finales con los ingresos totales.

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

Concepto	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Activo Corriente	7.242	8.815	6.842
Activo no Corriente	45.193	30.478	32.612
Total Activo	52.435	39.293	39.454
Pasivo Corriente	4.232	5.810	1.365
Pasivo no Corriente	30.520	19.387	27.377
Total Pasivo	34.752	25.196	28.742
Patrimonio	17.684	14.097	10.713
Total Pasivo y Patrimonio	52.435	39.293	39.454
Razon Corriente	1,71	1,52	5,01

Fuente: EE.CC EFAM al 31/12/14

Es de destacar, además, la experiencia de la firma en la administración de este tipo de productos. A diciembre de 2014 tenía en cartera la administración de 22 fideicomisos, 3 más de los que administraba a junio pasado.

2. CasasUru S.A (Administradora u Operadora)

La empresa Operadora (Administradora según terminología del Prospecto) es Casasuru S.A. (antes Viken International S.A) que adopta su nombre actual a partir del 28 de mayo de 2013 según consta en Acta de Asamblea General Extraordinaria en que se modifica el Estatuto Social en lo que tiene que ver con su denominación habiéndose realizado todas las formalidades del caso. En consecuencia, según certifica la Escribana Ana Elena Ferreira con fecha 18/12/2014, "Casasuru S.A. es persona jurídica hábil y vigente" y está inscrita en el RUT de la DGI con el No. 21 681284 0010 fijando domicilio en la ciudad de Montevideo en la calle Juncal 1392. Sucede, a todos los efectos, a Viken International S.A.

Se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas, constituida el 30 de setiembre de 2011 y su objeto principal es la inversión de capitales en sociedades que se

NR/4/2015/1865

110

CARE

dedican al desarrollo de proyectos inmobiliarios amparados en la Ley No. 18.795 de Promoción de Viviendas de Interés Social. Cierra ejercicio el 31 de agosto.

En el marco de sus competencias, la sociedad ha adquirido y posee la propiedad de la totalidad del paquete accionario de las siguientes firmas:

- Mulery S.A, titular del Padrón No. 35.593 (Salto) a fideicomitir a este fideicomiso y por el cual recibirá como contrapartida CP Serie B por UI 3 millones según tasación realizada por la firma Mensus.
- Lisfely S.A.
- Nurwoly S.A, titular del Padrón No. 15.897 (Las Piedras) a fideicomitir a este fideicomiso y por el cual recibirá como contrapartida CP Serie B por UI 2,5 millones según tasación realizada por la firma Mensus.
- Birsoun S.A. es fideicomitente y controla los Fideicomisos Aires de la Costa y Aires del Pinar.
- Tecnovork S.A.

Todas ellas, subsidiarias de CasasUru S.A, tienen como actividad principal desarrollar proyectos de complejos habitacionales amparados en el régimen de promoción de viviendas de interés social. (Fuente: Notas a los EE.CC al 31/8/2013)

Responsables

- El Presidente del Directorio es el **Sr. Sebastián Sommer** quien lideró proyectos en Real Estate en Uruguay y otros países del cono sur desde 2003, con transacciones por más de USD 100 millones; es Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires, Argentina y MS en UCEMA & Univesitat Pompeu Fabra (España)
- Integra el Directorio, además, el **Sr. Alejo Chouela**, principal en Biscayne Point Capital LLC; Director de una empresa de Real Estate en Florida, EE.UU; es Licenciado en Relaciones Internacionales de la Universidad Torucato di Tella, Buenos Aires y MBA en University of California at Berkeley, EE.UU.
- También como integrante del Directorio figura el **Sr. Diego Gradowczyk**; es Gerente y Director del Departamento de Emerging Market Trading, Barclays Capital (2001 -2010); Co – Presiente en Emerging Markets Traders Association (2005-2010); Socio y Portfolio Manager en Compass Group (1997-2001) y es Licenciado en Economía e Historia del Arte en Brandeis Univesity, EE.UU.
- Gerente General & Director es la **Sra. Mariela Pereira**, Ingeniera en Sistemas, Facultad de Ingeniería Universidad de la República y posee amplia experiencia en posiciones gerenciales de diferentes empresas y áreas.

Antecedentes

CasasUru ha logrado posicionarse en poco tiempo como el líder del segmento de VIS (Vivienda de Interés Social) en Uruguay, hecho que se comprueba a través de:

- La primera empresa del país en entregar una vivienda bajo la nueva Ley y el primer crédito del BHU dentro de la ley fue otorgado a un cliente de Casasuru.
- Hasta el momento ha sido quien mayor cantidad de viviendas ha ejecutado y escriturado bajo la ley de VIS.
- Está entre los mayores inversores que han ofrecido viviendas al programa de Subsidio a la Cuota del MVOTMA
- Tiene una fluida relación con las partes actuantes en el mercado y con los reguladores del mismo.

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

NR/4/2015/1865

CARE

Casasuru cuenta en el momento con 5 proyectos en desarrollo y 2 en etapa de pre lanzamiento, que implican más de 400 unidades y operación en 5 departamentos diferentes: Salto, Paysandú, Canelones, Maldonado y Montevideo.

La empresa cuenta con planes de expansión hacia las ciudades cercanas al Litoral en una primera instancia y hacia el norte en una segunda instancia, lo que reafirma el liderazgo a nivel nacional de la firma en el segmento de vivienda media y media/baja.

Posee un equipo especializado en el análisis y gestión de crédito hipotecario orientado a brindar al cliente de sus unidades habitacionales un servicio integral que incluye, precisamente, la gestión del crédito ante el BHU lo que añade una fortaleza importante al aspecto comercial de este proyecto. CARE, precisamente consultó al BHU sobre su reputación con resultados satisfactorios.

Opera, como se ha establecido, fundamentalmente a través de sus subsidiarias. Así por ejemplo, el Ministerio de Vivienda Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente (MVOTMA), con fecha 15 de abril de 2013 declaró promovidos los proyectos de inversión presentados por Lisfely S.A. para la construcción de viviendas de interés social al amparo de la Ley No. 18.795 con todos los beneficios fiscales que ello implica, entre otros, créditos por IVA incluido en la adquisición en plaza de materiales y servicios destinados a integrar el costo de la obra prevista en el proyecto por un monto imponible de hasta UI 26.899.356. Otro tanto ocurrió con Mulery S.A. cuando con fecha 2 de setiembre de 2013 el MVOTMA declaró promovido un proyecto similar. En este caso, el crédito por IVA aprobado fue del orden de UI 32.530.091. Se trata de proyectos enteramente similares a los incluidos en el Plan de Negocios de este fideicomiso.

Funcionamiento

Sus funciones están claramente establecidas en el Contrato de Administración pero que básicamente consisten en la implementación del Plan de Negocios. Este está bien detallado en el Prospecto y consiste en la ejecución de 4 proyectos por un total de alrededor de 798 unidades habitacionales. Dos de ellos en la zona de Lagomar (sur y norte) Departamento de Canelones; otro en Las Piedras, también Canelones y finalmente uno en el Departamento de Salto (Laureles). Este último será la tercera etapa de un proyecto mayor y cuyas dos etapas anteriores ya han sido ejecutadas.

Vale decir que el margen de improvisación que tiene el Operador es muy bajo. Más allá de la idoneidad demostrada en sus antecedentes, es importante destacar este aspecto por cuanto un punto esencial en el modo de funcionamiento lo constituye el hecho que la ejecución en sí de los proyectos se hace a través de empresas constructoras tercerizadas aún no identificadas y, en consecuencia, sobre las cuales CARE no puede emitir opinión.

CARE entiende y acepta que esta condición es importante en el modelo de negocios desarrollado por Casasuru. Por otra parte, se entiende que el riesgo de no conocer a priori la identidad del contratista está suficientemente mitigado por las razones siguientes, entre otras:

- Se trata de ejecutar un Plan de Negocios muy detallado con identificación, incluso, de los terrenos en donde se harán los proyectos.
- Se trata de proyectos conocidos por el Administrador quien ha implementada otros muy similares.
- El Administrador proporciona una lista (no taxativa) elaborada en base a su experiencia previa, de los contenidos que habrán de tener los contratos de arrendamiento de obra con empresas constructoras. De la lectura de los mismos se infiere que habrá muy poco margen para desvíos no deseados. Básicamente se trata de contratos llave en mano.
- Dicho modelo incluye cláusulas muy restrictivas al accionar del contratista que estará en todo momento estrechamente controlado por el Administrador.

NR/4/2015/1865

111

CARE

- Se le exige fondo de garantía y seguros.
- Hay un sistema de gobernanza que incluye, entre otras figuras, la del Auditor de Obra. Además de las obligaciones clásicas de contralor, los certificados de avance de obra que presente el contratista para el cobro no serán abonados por el Fiduciario sin la firma previa del Auditor.

Situación económico financiera

Al respecto Care contó con los EE.CC consolidados de Viken International S.A (antecesora de Casasuru S.A) al 31/8/2013 (y su comparativo a la misma fecha de 2012) con informe de auditoría así como EE.CC al 31/8/2014 auditado por Deloitte y parciales al 31/10/2014 (ya bajo la denominación Casasuru S.A). Se trata de EE.CC consolidados por lo que comprenden los de sus empresas subsidiarias.

Los principales aspectos de los mismos se resumen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación de Casasuru S.A (miles de \$)			
Concepto	31/8/14	31/8/13	31/8/12
Activo Corriente	277.243	87.838	6.016
Activo no Corriente	7.840	3.985	20.848
Total Activo	285.084	91.822	26.864
Pasivo Corriente	238.059	48.982	34.013
Pasivo no Corriente	59.038	20.760	-
Total Pasivo	297.097	69.742	34.013
Patrimonio	(12.014)	22.080	(7.149)
Total Pasivo y Patrimonio	285.084	91.822	26.864
Razón Corriente	1,16	1,79	0,18

Fuente: EE.CC de Viken International S.A y Casasuru S.A.

Cuadro 4: Estado de Resultados de Casasuru S.A (miles de \$)			
Concepto	31/8/14	31/8/13	31/8/12
Ingresos Operativos	73.486	18.508	-
Costo de Ventas	(61.371)	(15.074)	-
Resultado Bruto	12.115	3.434	-
Gastos de Adm y Ventas	(30.024)	(18.675)	(5.804)
Otros resultados	1.219	133	-
Resultados Operativos	(16.690)	(15.108)	(5.804)
Resultados Financieros	(17.404)	(544)	(1.356)
IRAE		(45)	
Resultados del Ejercicio	(34.094)	(15.698)	(7.159)

Fuente: EE.CC de Viken International S.A y Casasuru S.A.

Se reitera que se trata de EE.CC consolidados, es decir que comprende el de sus empresas subsidiarias.

Puede observarse que tal como se expresa en la nota 5 a los EE.CC al 31/8/14, CasasUru S.A. presenta patrimonio negativo encontrándose dentro de la hipótesis de disolución de acuerdo a las disposiciones de la ley N° 16.060, debido a que las pérdidas han disminuido el patrimonio a una cifra inferior al 25% del capital integrado (ver Cuadro 3). No obstante, según se explica en la Nota 8, la gerencia ha adoptado determinadas medidas para mejorar su situación patrimonial.

CA

NR/4/2015/1865

CARE

En efecto, la citada Nota 8 expresa lo siguiente:

“De forma de mejorar la situación patrimonial detallada en la nota 5, con fecha 29 de noviembre de 2014 se ha capitalizado el pasivo que la Sociedad mantenía con los accionistas por un total de U\$S 500.000.

Adicionalmente durante el ejercicio 2015 han comenzando las ventas de los inmuebles del Fideicomiso Aires de la Costa (el cual se encontraba en etapa de construcción al 31 de agosto de 2014), así como se han reactivado las ventas de los proyectos realizados por Mulery S.A. y Lifely S.A., (asociadas a la finalización de la etapa de construcción de los proyectos inmobiliarios) la Sociedad comenzó a tener resultados operativos positivos.

La mencionada venta de los inmuebles hicieron que la Sociedad redujera de forma significativa sus pasivos en moneda extranjera.”

Al respecto, la firma presenta acta de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de CasasUru SA del 29 de noviembre de 2014. En dicha acta se establece que concurrió Adempre Limited, única accionista de CasasUru SA, debidamente representada por el Sr. Manuel Lecuona. Consta en la misma, según resolución 2, que se decide aumentar el capital integrado de la sociedad mediante capitalización del aporte en efectivo, realizado por el único accionista de la sociedad, por un monto total de u\$s 500.000.

Esta asamblea extraordinaria fue debidamente convocada por el Directorio de CasasUru SA según consta en Acta de la misma fecha.

De esta circunstancia toma nota el dictamen de auditoría de Deloitte, el que luego de emitir opinión sin salvedades lo establece bajo el rótulo de *énfasis en un asunto*.

En buena medida, esta situación se explica, según manifiesta la empresa, por las demoras en el BPS y paros en los registros (de pública notoriedad) que impidieron un ritmo fluido en la comercialización de unidades habitacionales. Esto empezó a regularizarse a partir de setiembre de 2014, es decir, un mes después del cierre del ejercicio en cuestión.

En relación a la afirmación que en el ejercicio en curso se han reactivado las ventas de parte del stock de viviendas que figuraban en algunas de las sociedades que componen CasasUru, la firma presenta EE.CC parciales, a marzo de 2015 de Mulery SA y Lifely SA. En los mismos se puede apreciar que a esa fecha, entre ambas sociedades, han obtenido ingresos por ventas por \$ 79.264.528 y un resultado final acumulado de \$ 28.225.364. Si se compara estas cifras con las obtenidas en el ejercicio cerrado al 31/8/14 (Cuadro 4) se comprueba un sensible incremento en las ventas y, particularmente, en los resultados parciales obtenidos.

El efecto combinado de capitalización y reactivación de ventas permite suponer que la situación patrimonial de la sociedad está superada.

Riesgos Considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados.

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de CasasUru S.A. y de EFAM, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente.

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

NR/4/2015/1865

112

CARE

que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto

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

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

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

CAI

NR/4/2015/1865

CARE

SECCIÓN IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" es para el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

Las proyecciones se presentan por un período igual a la duración de un ciclo de negocios, o sea 5 años. El Prospecto describe 4 escenarios, que varían según supuestos en la cadencia de ventas de las unidades. El escenario 1 es el que se describe en el Cuadro 5. Vale la pena mencionar que el modelo de negocios y los flujos son calculados suponiendo una emisión de 135 millones de UI.

Tanto el modelo de negocios como las planillas anexas al flujo de fondos describen 4 proyectos de inversión en viviendas, que representan la construcción de 798 casas en dos departamentos y en tres localidades (Salto, Lagomar y Las Piedras).

Los supuestos utilizados en las proyecciones, los cuáles son aceptados por CARE son:

- Razonable distribución temporal de los emprendimientos inmobiliarios.
- Razonable monto asignado a la inversión inicial.
- Estimación completa de costos referidos a los emprendimientos inmobiliarios.
- Estimación macroeconómica adecuada en lo que respecta a tasas de interés y variaciones del producto bruto y sectorial.
- Razonable plazo de venta de las unidades y de venta en obra.

A juicio de CARE, dada la especificidad de los contratos involucrados en la operación y las salvaguardas introducidas en el mismo, el efecto en la demanda por las viviendas aparece como la variable más relevante para el resultado del negocio. En especial, el posible enlentecimiento en los otorgamientos de los créditos hipotecarios podría ser un factor que alterara el curso del proyecto y por ende su retorno. El proyecto está planteado en varias fases, lo que redundaría en que si se atrasa la venta, también se atrasa la reinversión. No obstante, los costos fijos siguen corriendo y la posibilidad de "amortizar" la inversión en tierra se enlentece y el proyecto se "encarece" en términos de retorno. Este escenario es necesario testearlo para ver qué incidencia tiene en el retorno del negocio. Por este motivo CARE incluyó este aspecto en las sensibilizaciones.

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

NR/4/2015/1865

113

CARE

Cuadro 5. Flujo de Fondos proyectado del Proyecto – (millones de UJ)

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	TOTAL
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	
Ingresos						
Seña venta	4.421	15.278	10.616	10.476	6.597	47.388
Saldo precio	-	213.285	130.826	139.873	100.469	584.454
Ingresos Netos	4.421	228.564	141.442	150.349	107.065	631.842
Costos de Construcción						
Infraestructura	-15.128	-10.264	-10.535	-7.938	0	-43.865
Casas	-65.984	-86.422	-69.269	-58.722	-20.922	-301.319
Honorarios Arquitectos	-462	-605	-485	-411	-146	-2.109
Seguridad Social	-8.876	-11.626	-9.318	-7.900	-2.814	-40.535
Total Costos de Construcción	-90.450	-108.917	-89.607	-74.971	-23.883	-387.828
Cuotas de la tierra	-24.405	-6.837	-4.791	-4.730	-2.347	-43.111
Permiso de Obra	-	-647	-479	-473	-313	-1.913
Comisión 0,98% de las ventas	-43	-2.231	-1.380	-1.467	-1.045	-6.167
Costos de Inmobiliaria	-35	-1.829	-1.132	-1.203	-857	-5.055
Costo intereses	-	-	-	-	-	-
Costos Fideicomisos*	-6.543	-6.848	-6.825	-6.826	-6.807	-33.849
IRAE	-	-	-	-	-	-
Flujo Neto	-117.056	101.255	37.227	60.678	71.814	153.919
TIR CPs Serie . A	32,50%					
Fuente: Emisor						

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

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

La evaluación de la rentabilidad futura de la inversión y en especial de su TIR se compone de combinar en simultáneo el análisis realizado en el prospecto de emisión así como otros que CARE entendió oportuno realizar.

El Proyecto plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor 32,5 % en el escenario de base y tres escenarios con supuesto de atrasos en las ventas (atraso de 3, 6 y 12 meses).

No obstante lo anterior, CARE ha realizado un análisis de sensibilidad del proyecto con el objetivo de estudiar el efecto de las variables más relevantes del modelo de negocio en el desempeño del mismo. Como se ha mencionado anteriormente, uno de los riesgos más relevantes que afectarían el retorno de la inversión es el atraso en las ventas. Otro podría ser el asociado al desfase financiero entre el costo de construcción y el ajuste del ICC en el precio de venta. En este sentido se supuso un escenario "pesimista" en el que se conjugan los dos efectos. Un aumento en el costo de construcción, un precio de venta que no se ajusta con el aumento del costo y al mismo tiempo atrasos entre 12 y 18 meses en las ventas.

En base a las consideraciones descriptas anteriormente, se sometió a la aleatoriedad el costo de construcción, asumiendo un coeficiente de dispersión del mismo del 15% conjuntamente con atrasos de entre 12 y 18 meses.

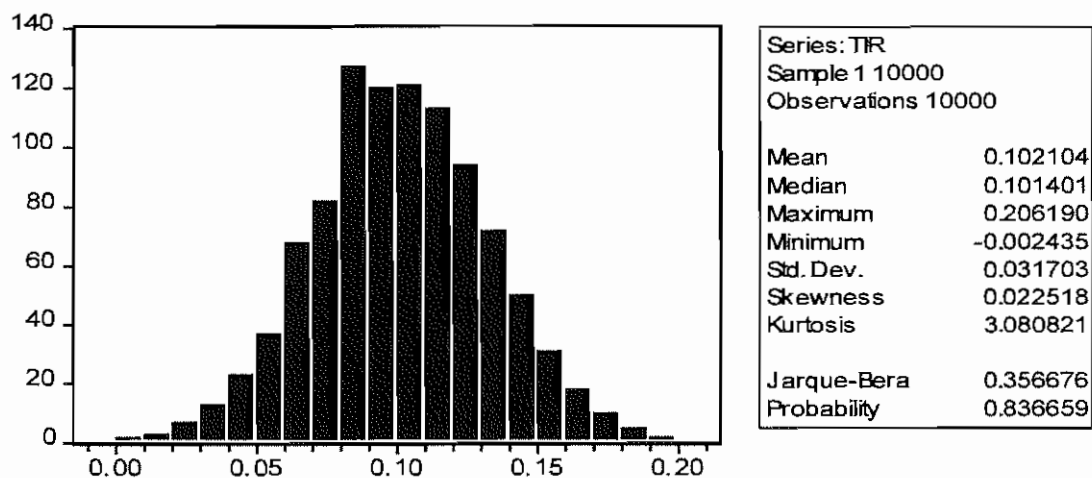
Dicho análisis, después de 10.000 iteraciones dio como resultado una TIR promedio del 10%, con un valor mínimo de -0,2% y un valor máximo de 20,6% (ver Gráfica 1). Vale la pena destacar que en un 99,9% de los casos, la rentabilidad fue positiva.

CAV

NR/4/2015/1865

CARE

Gráfica 1. Histograma de la Tasa Interna de Retorno.



Combinando el análisis presentado en el plan de negocios del prospecto así como el análisis de sensibilidad realizado por CARE es posible concluir que existe una importante probabilidad de alcanzar una rentabilidad mayor al 10%. Asimismo, en el 99,9% de los casos simulados, la TIR alcanzaría valores mayores que cero.

Vale la pena mencionar que las viviendas a construir en el Proyecto describen un portafolio de zonas y de tipologías coincidentes con la demanda de corto y mediano plazo descritas como más favorables en el Informe Sectorial. El nivel constructivo así como las zonas de los proyectos que CARE obtuvo información indican un nivel de vivienda situado en el extremo superior de la clasificación de Vivienda de Interés Social. El situarse en el extremo socioeconómico superior de la demanda para este tipo de vivienda mitiga riesgos comerciales ante escenarios macroeconómicos adversos.

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 además el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo.

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, la UI. Estos se ajustan con índices que arbitran con los costos e ingresos del mercado. *Este riesgo por tanto es bajo.*

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

NR/4/2015/1865

114

CARE

SECCIÓN V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios al proyecto. Incluyen por ejemplo la política tributaria general, la particular del sector, la existencia de subsidios en el crédito de construcción, en el de compra de inmuebles, las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, etc.

1. Mercado

Dado el plazo de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del negocio inmobiliario. En el Anexo II se analiza la formación del precio de los inmuebles en Uruguay, así como los principales factores de oferta y demanda de los mismos. Se presenta también una comparación internacional que permite dar una idea de la evolución probable de los negocios.

El análisis sectorial que se presenta en el Anexo II, es muy preciso al descartar por su riesgo mercado, algunos negocios que por su naturaleza en situaciones normales no pueden ser abordados por el Fideicomiso.

Se presentan correlaciones con variables que explican internacionalmente el precio de los inmuebles, concretamente el ingreso de los hogares y la tasa de interés real. Precisamente su consideración a mediano plazo fundamenta algunos pronósticos, analizando la elasticidad precio de los inmuebles respecto de aquellas variables, y estudiando su situación en muchos países.

Con respecto al sector inmobiliario uruguayo se destaca tanto su evolución reciente como la composición de su oferta y demanda precisamente para caracterizar la orientación factiblemente más exitosa.

El modelo de negocio presentado en el prospecto de emisión es dependiente de la situación del crédito hipotecario en el país. La situación de esta variable es multifactorial, depende de decisiones de política empresarial y de política pública que se solapan coyunturalmente. En lo que respecta a la política crediticia de los bancos privados, la exposición ha aumentado en los últimos años aunque no es su principal fuente de créditos. El banco líder en este tipo de operaciones es el BHU que después de la crisis de 2002 ha venido aumentando su participación en el mercado.

El crédito hipotecario en Uruguay es exiguo en relación a la región y está en crecimiento aunque aún no ha alcanzado los niveles de la década de 1990 (ver Gráfica 2 Y 3). En la actualidad se generan aproximadamente 4000 créditos inmobiliarios por año representando unos 630 millones de dólares⁵. De estos, alrededor del 60% son generados por el BHU. El prospecto de emisión proyecta una venta de 790 casas en los próximos cinco años. Asumiendo que el 100% de las ventas se realicen a través del crédito bancario y que se distribuyan con una cadencia de venta lineal, serían aproximadamente 158 créditos hipotecarios por año. Si bien es una importante dotación de créditos, el sistema puede hacer frente a los mismos. A su vez, el modelo de negocios del Administrador cuenta con un área especializada y dotada de recursos humanos idóneos que colaboran con el promitente comprador para generar el crédito hipotecario⁶.

⁵ Los créditos hipotecarios en su mayoría están nominados en UI. Entre diciembre de 2013 y noviembre de 2014 se otorgaron 5010 millones de UI por este concepto, aproximadamente 630 millones de dólares.

⁶ Por mayor información se recomienda leer el Anexo II.

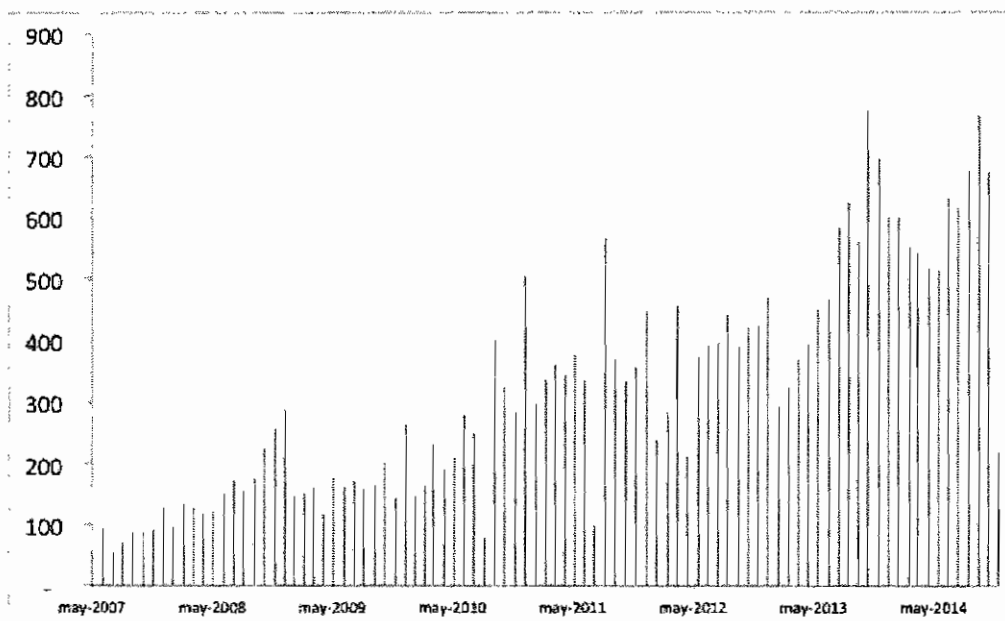
ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

EW

NR/4/2015/1865

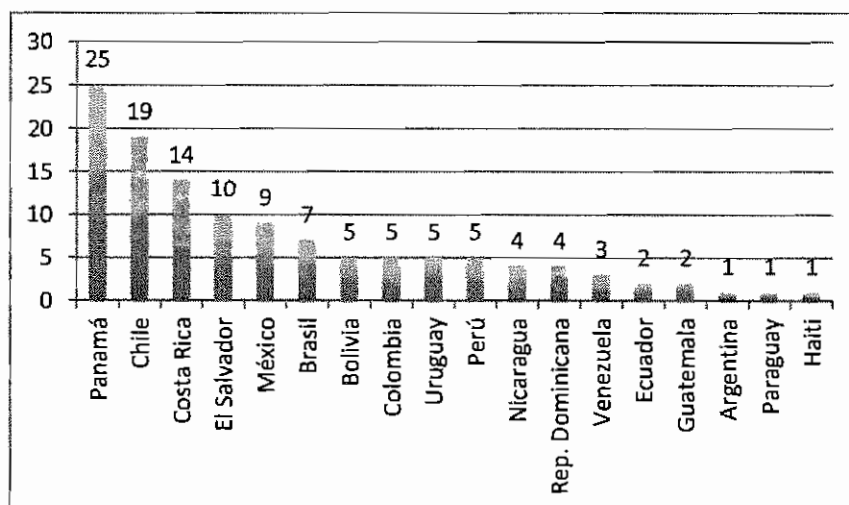
CARE

Gráfica 2. Crédito a las familias con destino a la vivienda.
Moneda Ul. En millones



Fuente: CARE en base a información brindada por el BCU

Gráfica 3. Crédito hipotecario en relación al PBI (valores 2012).



Fuente: CARE en base a información brindada por HOFINET

2. Las políticas públicas

CARE hace suya la opinión vertida en el Informe Sectorial que se adjunta en el Anexo II. El mismo abunda sobre las disposiciones recientes del gobierno, que recogen amplio consenso favorable en todos los sectores políticos, y que tienden a alentar tanto la oferta de viviendas - con beneficios para la construcción para sectores de nivel medio- como para la demanda - incluso arrendamiento- de esos sectores. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. No obstante lo anterior, merece señalar una alerta en el riesgo de políticas públicas debido a reciente resolución del

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

NR/4/2015/1865

115

CARE

MVOTMA⁷. Ella establece algunas disposiciones que mejoran la calidad de la vivienda y fija el precio de venta del 25% de las unidades aprobadas por la ANV. Se cita textual del mencionado informe:

“...Este tipo de decisiones podrían conspirar, desde la política pública, con un eficiente funcionamiento del mercado. Comúnmente por motivos políticos se desean fijar precios y cantidades en los mercados de productos. En esta ocasión y a través de una resolución ministerial, todo proyecto que pretenda recibir las exenciones fiscales de la Ley 18795 tendrá mayores exigencias en la calidad constructiva y al mismo tiempo limita el precio de la vivienda en casos donde no existía tal exigencia...”

“...Los primeros dos años de vigencia de la Ley fueron positivos y destinaron inversión en diversas zonas geográficas donde pocos operadores hubiesen invertido capital. Este cambio inesperado en la regulación promocional en la que se sostiene el impulso sectorial incrementa el riesgo político para futuros proyectos y sus soportes financieros.”

Este cambio de normativa no afecta las viviendas que proyecta construir el Fideicomiso debido a que en las ubicaciones geográficas elegidas ya operaban los toques máximos de precios.

3. Conclusiones sobre el entorno

En lo que refiere al mercado, se cita textual del Informe:

“El sector inmobiliario en la mayoría de los países desarrollados está en crisis, verificando acentuadas caídas en sus valores de referencia. Si bien los valores han caído, mantienen una brecha de precio respecto a los inmuebles en Uruguay. Como se desprende de la revisión bibliográfica, la tasa de interés real así como el ingreso real de los hogares se presentan como las variables explicativas del precio de los inmuebles. Las proyecciones macroeconómicas de dichas variables son alentadoras, dónde no hay perspectivas de un aumento de importancia en la tasa de interés, y el ingreso de los hogares es probable que siga en aumento.”

“Si bien el contexto macroeconómico mantiene las variables clave en una situación alentadora, hay que tomar ciertos recaudos en lo que refiere a las decisiones de inversión específicas sectoriales.”

“Invertir en un inmueble, en promedio ha logrado rendimientos aproximados con los títulos de deuda soberanos nominados en Unidades Indexadas. Pero invertir en un negocio inmobiliario con este retorno podría no resultar suficientemente atractivo para un inversor, dado que reviste un riesgo mayor que esos títulos. El plus en el rendimiento entonces se obtendrá con correctas y eficientes decisiones de inversión. A modo de ejemplo, en los últimos 6 años, Pocitos aumentó su precio en un 34% por encima de los valores medios de Montevideo; en tanto que Malvín aumentó los precios transados un 10% sobre los precios observados en Pocitos. Por este motivo, es de vital importancia que las inversiones se realicen en el segmento de la demanda en la que existen oportunidades de negocio; donde las decisiones de localización así como las tipologías de la vivienda elegidas son fundamentales a la hora de calcular los retornos de los proyectos. La rentabilidad de la inversión estará íntimamente relacionada con las decisiones de localización y tipologías de los desarrollos inmobiliarios.”

Los proyectos presentados por el Fideicomiso son coincidentes con las oportunidades de negocio planteadas en el informe sectorial del Anexo II. Los proyectos inmobiliarios proyectados en el modelo de negocios están focalizados en los segmentos de la demanda que se espera evidencien buenas perspectivas de negocio en el mediano plazo.

⁷ Resolución 636/2014 del 16 de junio de 2014 del MVOTMA

CAN

NR/4/2015/1865

CARE

En lo que refiere a las políticas públicas, se cita textual del Informe:

“Desde octubre de 2011 Uruguay cuenta con una Ley que promueve la inversión privada en viviendas de interés social a partir del otorgamiento de exoneraciones tributarias en construcción, refacción, reciclaje o ampliación de viviendas de sectores económicos bajos, medios bajos y medios de la población. Dicha Ley se votó por unanimidad en el Parlamento lo que mitiga el riesgo de futuras intervenciones de política pública en el mercado de vivienda. No obstante lo anterior, corresponde observar con preocupación la resolución 636/2014 del 16 de junio de 2014 del MVOTMA. Dicha resolución, introduce una señal de alerta desde la política pública hacia el sector privado. Los primeros dos años de vigencia de la Ley fueron positivos y destinaron inversión en diversas zonas geográficas donde pocos operadores hubiesen invertido capital. Este cambio inesperado en la regulación promocional en la que se sostiene el impulso sectorial incrementa el riesgo político para futuros proyectos y sus soportes financieros.”

También referido al riesgo político, cabe destacar la eventualidad que determinaciones de naturaleza política afectaran los ajustes automáticos que ajustan precios y costos del proyecto. En particular los índices de la UI y del ICC que configuran índices claves que inciden de forma determinante en el retorno del proyecto. En la actualidad, este riesgo no se advierte⁸. No obstante, se monitoreará periódicamente en las futuras actualizaciones.

El riesgo mercado se encuentra acotado, en particular en la consideración, y por la diagramación de las obras en 12 fases distribuidas en 4 terrenos y en 3 departamentos del país. Riesgo bajo.

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado. La vivienda es un bien sensible a las decisiones de política pública, tanto en lo referente a la política de vivienda, a la política salarial y a la política monetaria. Por lo antes mencionado, el riesgo se considera medio.

⁸ La actual integración del gabinete de Ministros reproduce los actores que gestaron la política económica actual.

NR/4/2015/1865

196

CARE

SECCIÓN 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. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al 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 Certificados de Participación de la Serie A recogen la calificación BBB (uy)⁹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

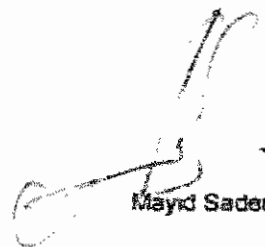
Por Comité de Calificación



Julio Preve



Martin Durán Martínez



Mayra Sader

ES COPIA FIEL DEL ORIGINAL

Cv

⁹ 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.**