

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN  
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
TORRES NUEVOCENTRO”**

*Montevideo, octubre de 2017*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
8	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
10	III LA ADMINISTRACION
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
16	V EL ENTORNO
19	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de la Calificación de la Emisión de Oferta Pública del “FF Torres Nuevo Centro” 09 de octubre de 2017**

<b>Certificados de Participación tipo A</b>	UI 404.317.164
<b>Calificación de Oferta Privada:</b>	Certificados de Participación tipo B UI 14.410.483
<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro
<b>Fiduciario:</b>	TRUST Afisa
<b>Comercialización:</b>	CERNET S.A.
<b>Servicer:</b>	CERNET S.A.
<b>Constructor:</b>	EbitalS.A
<b>Calificadora de Riesgo.</b>	CARE Calificadora de Riesgo. SRL
<b>Vigencia:</b>	30 de abril de 2018
<b>Calificación de Riesgo</b>	certificados A y B: BBB + (uy)
<b>Análisis de contingencias jurídicas:</b>	Olivera Abogados
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas administrados por terceros

## Resumen General

**CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Torres Nuevocentro" con la nota BBB + uy.** Esta ligera mejora en la nota se basa en cuatro factores fundamentales: la finalización de la construcción de las viviendas, el comienzo de un proceso fluido de comercialización, la mejora de perspectivas generales de negocios a partir de la incorporación de garajes y, finalmente, la flexibilidad y rapidez demostrada en la gestión del fideicomiso para modificar en su favor las condiciones del negocio.

Esta actualización analiza el riesgo de los beneficiarios de alcanzar una adecuada rentabilidad a partir de la construcción y posterior comercialización de 437 apartamentos y 219 garajes que se desarrollan en dos torres denominadas Torres Nuevocentro (TNC) ubicadas en Bulevar Artigas y Luis Alberto de Herrera.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación original así como de sus actualizaciones son:

- Un negocio que desde el punto de vista jurídico ofrece todas las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico continúa ofreciendo adecuadas perspectivas de lograr el propósito del mismo. A este propósito se suma ahora, como opción transitoria para mejorar la demanda, el alquiler y el alquiler con opción de compra.
- Un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos una rentabilidad satisfactoria para el inversor, tal como fuera analizado por CARE en el momento de la emisión y posteriormente para las siguientes modificaciones del modelo de negocios, la última de ellas, del 17 de noviembre de 2016.
- A la fecha de la calificación, se encuentran comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva) más del 60% de las unidades producidas.
- El Fideicomiso implementó una nueva estrategia comercial mencionada en la actualización anterior, la que brinda la opción de arrendar las unidades con opción a comprarlas. Esta estrategia viene permitiendo mejorar por el momento la demanda. Según informa el Fiduciario, desde la implementación de esta modalidad, ya se llevan alquilados más de 60 unidades.
- Destaca la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios.

- El público objetivo al que se está dirigiendo la campaña de comercialización de las unidades de vivienda presentaría una demanda no satisfecha. Según se destaca en el informe sectorial que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, son adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, en abril de 2017, según los cuales se corrobora lo anteriormente mencionado. La nueva estrategia de comercialización, basada en la posibilidad de alquilar con opción a compra permitirá cubrir el público objetivo de buen nivel de ingreso pero que no dispone de ahorros para el pago inicial. De esta forma, las viviendas estarán aptas para todos los públicos; el público inversor, el público que quiere comprar contado y/o financiado (y cuenta con ahorros suficientes para el pago inicial), el público que quiere comprar financiado pero que no cuenta con ahorros (alquiler con opción a compra) y el público que demanda alquileres. Todas las opciones comerciales se evalúan permanentemente para verificar su eficacia.
- En la Sección V de la presente actualización se describen los principales factores que están incidiendo en el mercado inmobiliario doméstico. En ese sentido, el Fideicomiso habría mitigado parte de las dificultades descritas debido a que: (a) es un flujo a 27 años y por lo tanto, los movimientos transitorios del tipo de cambio tienen baja incidencia en el retorno de la inversión, (b) La demanda de “vivienda para habitar” está íntimamente relacionada con el crédito hipotecario y en este proyecto el financiamiento está asegurado por ser parte del objeto del mismo, y (c) en el extremo que el tipo de cambio esté desalineado con las proyecciones del flujo de fondos, el Fideicomiso está facultado a enlentecer el proceso de venta de las unidades y/o modificar cualquiera de las variables que más inciden en el negocio. Como se señala en el párrafo anterior, la posibilidad de alquilar las unidades de vivienda, dará otro insumo de negociación para el mantenimiento del Plan de Negocios original, sin reducir el retorno esperado de la inversión. Esta estrategia mitiga, por ahora, el riesgo de generación de flujos.
- La leve mejora de las expectativas económicas respecto al mismo período del año anterior, la persistencia en el tiempo de bajos rendimientos de activos financieros sumado a la apreciación de la moneda respecto al dólar han generado un campo más favorable en la actividad inmobiliaria. No obstante lo anterior, la incertidumbre persistió en el mercado laboral, disponibilidad de crédito y evolución de las tasas de interés hipotecario hacen que los promitentes compradores enlentezcan sus decisiones de consumo de vivienda. La demanda por motivo inversión es la que más se ha dinamizado en este último semestre.
- 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. En este último período no han surgido cambios normativos/administrativos relevantes que afecten el modelo de negocios del Fideicomiso.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Denominado Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro".

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 (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, del mercado de valores, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa ni obstante una recomendación o una garantía de CARE para los 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 <sup>1</sup>.

El marco conceptual de esta calificación es un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del Fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, el derecho de los fideicomitentes A. Este derecho consiste en recibir semestralmente las utilidades obtenidas en virtud de las compraventas, promesas de compraventa, o cesión de promesas de compraventa a plazo de las unidades del inmueble a prorrata de su participación en el patrimonio fiduciario. Por reforma del objeto del fideicomiso se facultó al fiduciario a otorgar financiamiento por parte del fideicomiso, para la adquisición de las unidades de viviendas y garajes por los potenciales compradores. Asimismo, se evalúa en esta calificación, la propuesta en trámite, de que el Fideicomiso cuente con la alternativa de alquilar las unidades construidas. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (TIRs) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE, 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 depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva la nota sigue, entre otros criterios, el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y de adjudicaciones que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación y que obviamente signifiquen un retorno razonable al inversor.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve. Contrató en su momento al Estudio Olivera Abogados, autor de los correspondientes informes jurídicos.

<sup>1</sup>. CARE Calificadora de Riesgo no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

La vigencia de esta actualización de la calificación es hasta el 30 de abril de 2018. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

## 2. Hechos salientes del periodo e Información analizada

- En marzo del 2017 culminó la etapa de construcción, iniciando en el mes de abril la segunda etapa, la cual implica la comercialización y financiación de las unidades en stock, la construcción de los garajes fuera del terreno donde están construidas las torres y la administración de la cartera hipotecaria y otros activos del fideicomiso.
- A la fecha de la calificación, se encuentran comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva) más del 60% de las unidades producidas.
- El Fideicomiso implementó una estrategia comercial mencionada en la actualización anterior, la que brinda la opción de arrendar las unidades con opción a comprarlas, y así enfrentar algunos problemas de la demanda. Según informa el Fiduciario, desde la implementación de esta modalidad, ya se llevan alquilados más de 60 unidades.
- Se continúa trabajando para dotar al Fideicomiso de un mayor stock de garajes. A tales efectos, se cuenta con los terrenos ubicados en la calle Juan Cruz Varela y Cufre. Asimismo, se inició un trámite de iniciativa privada ante la Intendencia Municipal de Montevideo para construir plazas de garaje en el subsuelo del Parque de las Esculturas. Este organismo, llamará a licitación para adjudicar este espacio. De ser el Fideicomiso el adjudicatario, se procederá a construir los garajes en dicho subsuelo. De lo contrario, se cuenta con otras alternativas.

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Informe trimestral del Administrador a junio de 2017
- Entrevista al Comité de Vigilancia
- Entrevista a Comercializadores.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2017
- Estados Contables intermedios de la Fiduciaria al 30 de junio de 2017

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública y privada certificados de participación tipo A y tipo B respectivamente, en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Para La Construcción y Comercialización de los Edificios Para Vivienda Denominados Torres Nuevocentro".

#### 1. Descripción general

**Denominación:** "Fideicomiso Financiero Para La Construcción Y Comercialización de los Edificios Para Vivienda Denominados Torres Nuevocentro". En forma resumida, "Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro".

**Fiduciario:** TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A.

**Administrador:** Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause (Kisbur S.A.)

**Constructor:** Ebital S.A.

#### Proyecto y

**Dirección Obra:** Estudio Gómez Platero.

#### Entidad

**Representante:** Bolsa Electrónica de Valores.

**Títulos emitidos:** Certificados de participación tipo A de oferta pública y tipo B de oferta privada.

#### Bienes

**fideicomitidos:** Los derechos de sobre elevar y las unidades y espacios conexos de conformidad con lo dispuesto en el Contrato de Reserva y la escritura de compraventa posterior. El Precio de la Emisión. El llamado Aporte Posterior de los fideicomitentes B. El producido de la inversión y reinversión de los Activos Financieros. Las sumas acreditadas en la Cuenta Fiduciaria, en la Cuenta de Reserva, y en la Cuenta Recaudadora. El Inmueble. Las Cobranzas de la Enajenaciones de Unidades. Los derechos de las indemnizaciones provenientes de los seguros que pudieran contratarse bajo el Contrato de Construcción y la Caucción. Los pagos recibidos por el Fiduciario en concepto de indemnización, multa y/o intereses moratorios, o cualquier otro concepto que derive del incumplimiento o rescisión de los contratos que el Fiduciario celebre con los potenciales adquirentes de las Unidades o cualquier otro contrato. Todo crédito, pago de indemnización y cualquier otro ingreso por cualquier concepto derivado de la administración y/o disposición de los Bienes Fideicomitidos, así como los derechos que resulten a su favor en virtud de cualquier contrato que celebre con terceros para ejecutar la construcción del Inmueble, y en general cualquier ingreso o fondo existente en las Cuentas. Todos los demás bienes, derechos y obligaciones de cualquier naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso. naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso.

**Moneda de los CP:** UI.

**Importe de la Emisión:** Emisión de Oferta Pública:  
Certificados de Participación tipo A UI 404.317.164 y  
Calificación de Oferta Privada:  
Certificados de Participación tipo B UI 14.4104.83

**Calificación de Riesgo de los certificados de participación A y B:** BBB + (uy)

## 2. El análisis jurídico

El análisis agregado en el Anexo I de la calificación original y de la actualización de abril de 2014, recorrieron distintas contingencias jurídicas descartando los riesgos a ellas asociados. (Véase en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)).

## 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 posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. En función de los informes jurídicos antes mencionados, y teniendo en cuenta el tiempo transcurrido con ausencia de conflictos, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura es casi nulo*.

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN.

La estructura de gobernanza del fideicomiso que fuera diseñada para cumplir con los objetivos del mismo, requiere ser analizada desde la realidad actual. Esta muestra que todas las actividades previstas originalmente se fueron resolviendo satisfactoriamente demostrando el correcto funcionamiento de la estructura tal cual fuera analizada por CARE en la calificación original y actualizaciones posteriores. Hoy, con la obra terminada y entregada, queda completar su comercialización y la concreción de nuevos negocios (garajes por ejemplo).

A la realidad descrita se le agrega la modificación introducida que permite al Fideicomiso, además de la venta de las unidades, su arrendamiento en sus dos modalidades, arrendamiento simple o arrendamiento con opción a compra.

CERNET SA pasa a tener un rol de coordinador de ventas y dejará de comercializar unidades directamente. Mantiene en cambio la exclusividad en su actividad de originador de créditos, rol para el que, tal como fuera evaluado oportunamente, se considera especialmente apto. La venta directa de las unidades se encarga a 5 conocidas inmobiliarias de plaza.

En definitiva, se valora la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios.

#### a) La Fiduciaria

La fiduciaria es TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A. (TRUST AFISA); se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas. Su domicilio es Rincón 487, Oficina 305, Montevideo. Tiene por objeto exclusivo la administración de fondos de inversión de conformidad con lo dispuesto por la Ley No. 16.774 de 27 de setiembre de 1996 y demás normas reglamentarias, modificativas y complementarias, pudiendo ser fiduciaria en fideicomisos financieros de acuerdo con el Artículo 26 de la Ley No. 17.703. Como tal, se encuentra regulada y supervisada por el Banco Central del Uruguay (BCU).

TRUST AFISA ha sido autorizada a operar como administradora de fondos de inversión por comunicación del BCU No 2011/180 del 5 de octubre de 2011. Cuenta con un capital autorizado de \$ 20.000.000 de los cuales se han integrado \$ 6.220.000.

Son accionistas de la firma: Gustavo Licandro Bosc (15%); Federico Alberto Huergo (32.50%); Mariano Bunge Guerrico (18%); Gonzalo Rafael Alonso (11%); Horacio Julio Bonavia (13.50%); Hugo E. Bunge Guerrico (5%) y Ramón Santamaría (5%). Los tres primeros, además, integran el Directorio de la sociedad. La Administración está a cargo de Mariano Bunge, como Oficial de Cumplimiento e Inés Díaz Rial de Licandro como Contador General. Realiza la Auditoría Externa, el Estudio Echeverría Petit & Asociados.

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados al 30 de junio de 2017 y su comparativo con el período anterior.

## Cuadro 1: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)

Concepto	30/6/17	31/12/16	31/12/15
<b>Activo</b>	<b>29.144</b>	<b>29.365</b>	<b>29.568</b>
Activo Corriente	1.440	1.862	2.102
Activo no Corriente	27.703	27.503	27.466
<b>Pasivo</b>	<b>19.058</b>	<b>19.421</b>	<b>21.054</b>
Pasivo Corriente	1.020	848	333
Pasivo no Corriente	18.037	18.572	20.721
<b>Patrimonio</b>	<b>10.087</b>	<b>9.945</b>	<b>8.514</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>29.144</b>	<b>29.365</b>	<b>29.568</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,41</b>	<b>2,20</b>	<b>6,31</b>

Fuente: EE.CC TRUST

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

Concepto	30/6/17	30/6/16	31/12/16
Ingresos Operativos Netos	2.605	2.891	5.249
Ingresos Diversos	70	78	78
Ingresos Financieros	1.860	850	5.927
<b>Total Ganancias</b>	<b>4.535</b>	<b>3.819</b>	<b>11.253</b>
Gastos de Administración	(1.820)	(852)	(4.407)
Gastos financieros	(1.012)	(500)	(5.385)
<b>Total Egresos</b>	<b>(2.832)</b>	<b>(1.352)</b>	<b>(9.792)</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>1.703</b>	<b>2.467</b>	<b>1.462</b>
Ajuste integral (ejercicio anterior)	(1.561)	(31)	(31)
<b>Resultado Integral del Período</b>	<b>142</b>	<b>2.436</b>	<b>1.431</b>

Fuente: EE.CC TRUST

La información del cuadro precedente al 30 de junio de 2017 y 2016, refieren a períodos de seis meses.

TRUST AFISA comenzó a operar efectivamente como fiduciaria a partir del ejercicio 2013 administrando el fideicomiso financiero "Torres Nuevocentro"; en la actualidad administra, además, el fideicomiso financiero "Campos Sustentables" y el fideicomiso de administración "Inversora Rincón Trust".

En consecuencia su idoneidad para administrar esta operación no ofrece reparos

### b) El Fideicomiso

En la oportunidad, la fiduciaria presenta los EE.CC intermedios del fideicomiso FFTNC al 30/6/17.

**Cuadro 3: Estado de Situación del FFTNC (miles de \$)**

Concepto	30/6/17	31/12/16	31/12/15
<b>Activo</b>	<b>1.881.495</b>	<b>1.983.415</b>	<b>1.612.909</b>
Activo Corriente	909.823	1.197.321	988.203
Activo no Corriente	971.671	786.095	624.706
<b>Pasivo</b>	<b>307.339</b>	<b>516.935</b>	<b>158.280</b>
Pasivo Corriente	276.109	516.723	152.975
Pasivo no Corriente	31.230	213	5.305
<b>Patrimonio</b>	<b>1.574.155</b>	<b>1.466.480</b>	<b>1.454.628</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.881.495</b>	<b>1.983.415</b>	<b>1.612.909</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>3,30</b>	<b>2,32</b>	<b>6,46</b>

Fuente: EE.CC FFTNC

El patrimonio contable al 30/6/17 equivale a USD 55.24 millones, producto de convertir el saldo contable en moneda nacional entre 28,495 que fue el tipo de cambio utilizado en los mismos. Las emisiones de CP's sumaron USD 60.2 millones de los cuales USD 58.2 millones correspondieron a los CP's tipo A y USD 2 millones a los CP's tipo B de oferta privada. Cabe decir, que el criterio contable para registrar el valor de las obras es el de costo histórico y que se clasificaron como activo corriente las que se estima se venderán en el corto plazo. Al 30/6/17 el porcentaje de unidades vendidas es relativamente menor por lo que la mayoría se mantiene en stock valuadas al costo, subestimando el valor patrimonial.

**Cuadro 4: Estado de Resultados del FFTNC (miles de \$)**

Concepto	30/6/17	30/6/16
Venta de unidades	412.720	-
Costo de venta de unidades	(281.692)	-
<b>Ganancia por venta de unidades</b>	<b>131.028</b>	<b>-</b>
Ingresos por arrendamientos	339	-
Ingresos por Servicio de Originación	112	1.007
Ingresos diversos	23	1
Resultados financieros	66.099	12.969
<b>Total ganancias</b>	<b>197.600</b>	<b>13.976</b>
Gastos de administración	(8.878)	(1.683)
Gastos diversos	(11.959)	(520)
Gastos financieros	(71.636)	(3.053)
<b>Total pérdidas</b>	<b>(92.473)</b>	<b>(5.256)</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>105.128</b>	<b>8.720</b>
Ajustes resultado anterior	2.548	(74)
<b>Resultado integral del período</b>	<b>107.675</b>	<b>8.646</b>

Fuente: EE.CC FFTNC

Como se desprende del cuadro anterior, en el semestre que se informa el fideicomiso ha comenzado a recibir ingresos operativos, tanto por venta de unidades como por arrendamientos. Como se da cuenta en otra sección de este informe, el ritmo de ventas y/o arrendamientos ha ido creciendo por lo que se espera que al culminar el presente ejercicio las cifras por ingresos operativos sean muy superiores.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa ha obtenido la autorización y habilitación por parte del BCU -dictada en Comunicación Ne 2011/180 de 5 de octubre de 2011 y figura en los registros que a tales efectos lleva el BCU en su página web. En consecuencia, se considera que desde este punto de vista el *riesgo es casi nulo*.

**Riesgo administración**, antes vinculado a la administración de la etapa constructiva, ya culminada, ahora vinculada a la administración de la etapa de comercialización. Por todo lo comentado en este informe este riesgo se considera *bajo*.

**Riesgo constructivo**, al haber culminado la obra, se considera *casi nulo*.

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

En definitiva, el riesgo analizado en esta sección se encuentra acotado, por haberse terminado la obra, por contar con un plan de negocios razonable y en marcha y un adecuado sistema de controles en la comercialización de las unidades.

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

Con ocasión de las calificaciones anteriores, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. Asimismo, los flujos fueron sensibilizados con diferentes niveles de stress para fortalecer el análisis. No obstante lo anterior, y dadas las modificaciones en el plan de negocios comentadas párrafos arriba (arrendamientos), se hace necesario elaborar un nuevo Flujo de Fondos.

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

De acuerdo al contrato de Fideicomiso Financiero y sus respectivas modificaciones, el objeto del "Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro" fue la emisión en oferta pública, de Certificados de Participación por un monto de Emisión de UI 404.317.164 de oferta pública y UI 14.410.483 de Oferta Privada, a favor de los Fideicomitentes, con el objetivo de desarrollar la construcción del inmueble en el terreno y la comercialización de la unidades del mismo.

Como fuera mencionado en actualizaciones anteriores, el administrador realizó una actualización del flujo de fondos proyectado del negocio fiduciario incorporando la información actualizada del primer año del proyecto y ajustando las proyecciones del mismo. De acuerdo a este cálculo, la TIR del proyecto en UI alcanzaría 5,37% (ver Cuadro 5).

Los supuestos introducidos en la confección del flujo de fondos presentado en el Cuadro 5 establecen una cadencia de ventas similar a la que se realizó en el período construcción. Este supuesto es conservador dado que, en esta nueva etapa, las están concluidas, se dispone de unidades de muestra y el horario de visita es extendido.

Estas acciones mitigan el riesgo de generación de flujos, en el entendido de que los mismos están pensados en el aporte de cuotas de crédito, cuotas de alquiler o cuotas de alquiler con opción a compra. Según informa el Comité de Vigilancia, a la fecha de confección del presente informe, se han realizado 80 alquileres con opción a compra aproximadamente (aproximadamente 60 firmados y 20 en proceso de firma). Esto representa un flujo mensual de 2 millones de pesos a los que se suman las cuotas de las ventas realizadas por crédito, que representan aproximadamente 1,5 millones de pesos mensuales. A esto último hay que sumarle los ingreso producto de ventas al contado que han dotado de liquidez al Fideicomiso.

**Cuadro 5 Flujo de Fondos proyectado FF TNC en UI**

FUENTES DE FONDOS	2017	2018	2019	2020	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
Fondeo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Transferencia a Pesos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Colocación a Plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cobranza Coloc. a Plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses Ganados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cobranza Venta/Unidades	123.574	94.692	42.600	42.600	39.767	27.532	9.699	2.158	2.158	2.071	7.180
<b>TOTAL FUENTES</b>	<b>123.574</b>	<b>94.692</b>	<b>42.600</b>	<b>42.600</b>	<b>39.767</b>	<b>27.532</b>	<b>9.699</b>	<b>2.158</b>	<b>2.158</b>	<b>2.071</b>	<b>7.180</b>
<b>USOS DE FONDOS</b>											
Costos Obra	-18.629	-4.617	-5.272	3.583	-	-	-	-	-	-	-
Costos Comercialización	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Costos de Administración	-2.925	-2.925	-2.249	-2.249	-2.249	-2.249	-2.249	-	-	-	-
Costos de Estructuración	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros Costos no Presup.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Costos Venta LP	-13.666	-12.433	-10.298	-9.891	-1.296	-604	-311	-250	-212	-174	-133
GGCCs- *-	5.255	-2.497	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL USOS FONDOS</b>	<b>-35.220</b>	<b>-19.975</b>	<b>-17.819</b>	<b>-8.557</b>	<b>-3.545</b>	<b>-2.853</b>	<b>-2.560</b>	<b>-250</b>	<b>-212</b>	<b>-174</b>	<b>-133</b>
Saldo Preliminar	108.954	74.717	24.781	34.043	36.222	24.679	7.139	1.907	1.945	1.897	7.047

\* Contrib., Imp. Primaria

Fuente: Administrador. TIR: 5,37% -- Flujo de Fondos hasta 2024 y desde 2034 hasta 2040

El ritmo de ventas ha sido menor que el proyectado en el Prospecto de Emisión. No obstante, la conjunción de los ingresos por alquileres con opción a compra y los ajustes al alza en los precios de las unidades (viviendas y garajes) han compensado el efecto económico de dicho entretencimiento se describe en el cuadro siguiente.

**Cuadro 6 Efecto (en millones de dólares)**

Entretencimiento de Ventas*	Valorización	Neto
-3,15	6,1	2,9

Fte. CARE

### Riesgos considerados:

**Riesgo de generación de flujos.** En cuanto a este punto, si consideramos las expectativas de rentabilidad del negocio así como el seguimiento recurrente que se realiza del mismo, existiría un riesgo bajo de generación de flujos. Este riesgo se ha mitigado en el último año por el avance de la comercialización de las unidades y la ejecución de cuatro modalidades de generación de flujos: ventas al contado, ventas a crédito, alquileres y alquileres con opción a compra. *Riesgo bajo.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Se ha mitigado sensiblemente con el cambio de moneda del Fideicomiso. *Riesgo bajo.*

**Riesgo Comercial.** Este refiere a la posibilidad que el diseño y ejecución del proyecto resulte desenfocado en cuanto al mercado objetivo y que, en consecuencia se afecte la capacidad de generar ingresos por parte del fideicomiso. La cadencia de ventas ha sido más lenta que lo que se esperó en el Prospecto original. El Alquiler con Opción a Compra está logrando su cometido y está dinamizando la absorción de las unidades no comercializadas en el período de construcción. *Riesgo bajo.*

## 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

Los drivers de la demanda de vivienda en general y en particular el segmento que involucra a los proyectos del Fideicomiso han experimentado una notoria mejoría en lo que respecta a la demanda por inversión inmobiliaria y una leve mejoría en lo que respecta al consumo de servicios habitacionales o de vivienda.

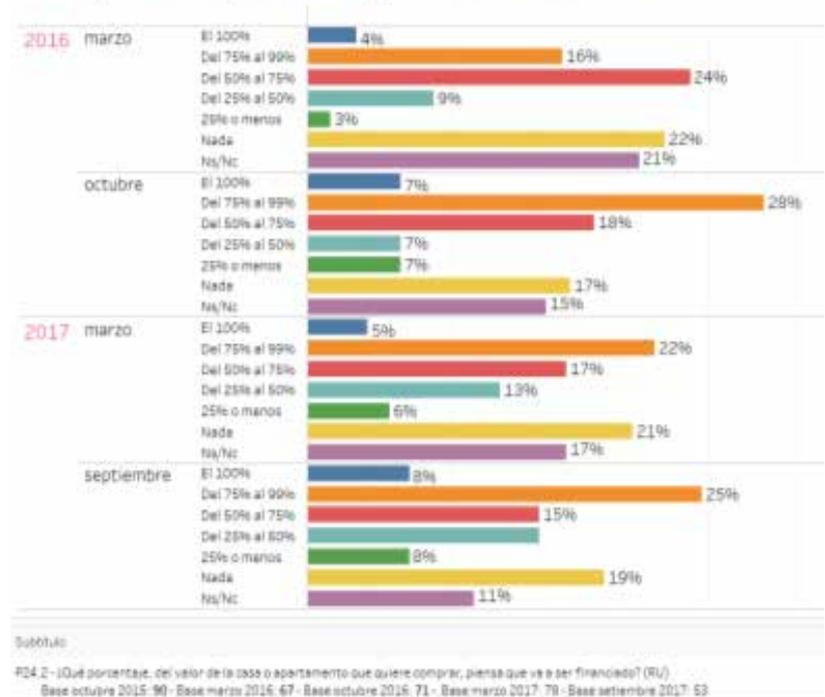
Las expectativas de evolución de la tasa de interés, del ingreso medio de los hogares y del acceso al crédito hipotecario presentan perspectivas más favorables (que en la actualización anterior) para el negocio inmobiliario en Uruguay. No obstante, distan de ser las que se esperaban en la calificación original. Este cambio de expectativas se fundamenta sobre la base de que se ha disipado el conjunto de incertidumbres que atravesaban las políticas macro monetarias globales y regionales así como los procesos políticos/económicos en Brasil y Argentina.

A su vez, la apreciación de las monedas locales respecto al dólar experimentada en la región en general, y en Uruguay en particular, ha permitido a los desarrolladores inmobiliarios defender el precio de venta de las viviendas (expresados en dólares). Al mercado lo ha dinamizado el sector inversor más que el consumidor de vivienda. La demanda por compra de vivienda para consumo depende en gran medida del acceso al crédito hipotecario. Esto se fundamenta en que las personas y familias necesitarían financiamiento por aproximadamente el 50% del valor de la misma. Esto se infiere de la reciente encuesta realizada por Research International a solicitud de CARE, que investigó los aspectos salientes de la demanda de vivienda por motivo "inversión" y por motivo "consumo" (alquiler y/o compra) en Montevideo y el suroeste del departamento de Canelones.

Si bien la predisposición del sistema financiero ha evolucionado favorablemente en el correr de este año, aún no es posible inferir que haya tenido efecto. El dato positivo más relevante, es la notoria reducción de tasas de interés de créditos hipotecarios. Por otro lado, la desmejora del mercado laboral y las perspectivas poco claras de evolución de este mercado en el mediano plazo, redundan en que un importante contingente de potenciales demandantes de vivienda, no cumpla con los requisitos del análisis de originación de créditos hipotecarios.

### Gráfica 1. Necesidad de financiamiento Montev. Suroeste Canelones

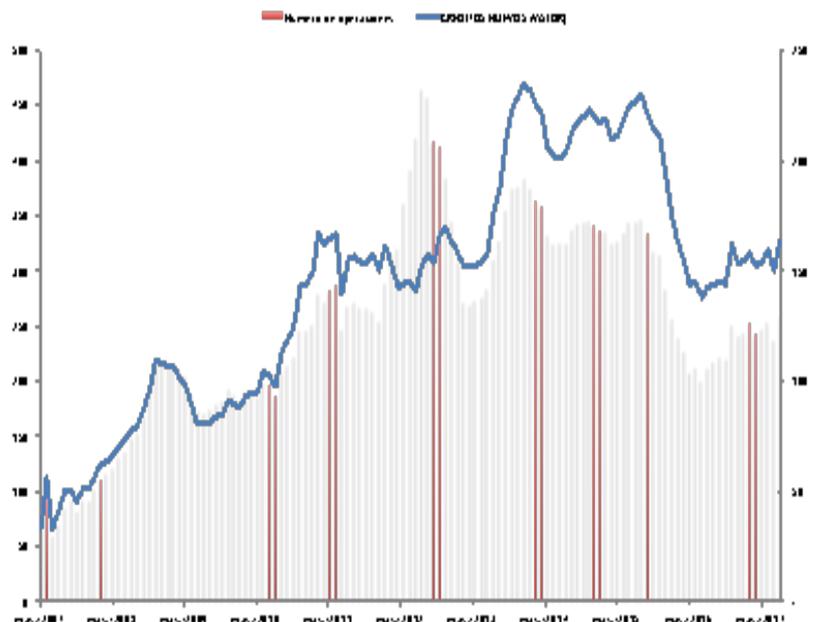
#### Qué porción piensa que será financiado



Pregunta: ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?

Fuente: CARE en base a información de RIU.

### Gráfica 2. Evolución del Crédito Hipotecario con destino a la Vivienda.



En definitiva el riesgo se encuentra acotado. Por lo que se considera medio bajo.

## 2. Las políticas públicas

En ocasión de la calificación se analizó las disposiciones de las políticas públicas en torno a la vivienda, que recogían amplio consenso favorable en todos los sectores políticos, y que tendían 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.

Como se mencionó en aquella oportunidad, esta medida brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública.

El actual gobierno continúa, por el momento, con la política de consolidación de estímulos no distorsivos a la competencia, tanto a la oferta como a la demanda en ese segmento socioeconómico. No obstante lo anterior, en los últimos años, se han realizados modificaciones con información contradictoria para los agentes. Los recurrentes ajustes en la instrumentación del régimen promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, realizados a principio de año, propician un clima de inversión inestable dados los constantes cambios en los beneficios fiscales para los inversores. En particular, las modificaciones en los Artículos 10 y 12 del Decreto 34/2017 del 6 de Febrero con fijaciones administrativas de precios tope de alquiler, atentan contra el clima de inversión sectorial. Estos efectos impactarán negativamente en proyectos nuevos en el segmento de mercado de la vivienda de interés social.

## 3. Conclusiones sobre el entorno

Al haberse reducido la incertidumbre macro monetaria global y regional, así como la incertidumbre política en los países vecinos, el sector ha evidenciado una mejoría respecto a la actualización anterior.

**El riesgo mercado** se encuentra acotado en la medida de que los desarrolladores de cada Proyecto inmobiliario pueden vender en el pozo a precios competitivos. *Riesgo medio bajo.*

**El riesgo de políticas públicas.** Se encuentra acotado. En lo que refiere a proyectos destinados a la vivienda social, las últimas modificaciones regulatorias afectan las expectativas pero no los proyectos que están en marcha. Por lo antes mencionado, *el riesgo se considera medio bajo.*

*En conclusión el riesgo de Entorno se considera medio bajo.*

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la constructora, 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 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 recogen la calificación BBB + (uy)<sup>2</sup> de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>2</sup>. BBB + (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. El signo (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**