

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I

Perfil

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO) es un Fideicomiso Financiero que emitirá Certificados de Participación por hasta USD 80 millones, con un monto mínimo de USD 21 millones. El objetivo es generar rentabilidad mediante una estrategia con foco principal en el mercado inmobiliario y en especial en rentas corporativas en Uruguay. El plazo del Fideicomiso será de 15 años desde su creación, 3 años para el Período de Inversión, 10 años para el período de Gestión y 2 años para el período de Liquidación.

Fundamentos de la calificación

Calificación: La calificación responde principalmente a la calidad del Administrador, Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales) y contempla a su vez el acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder para tener prioridad en el desarrollo de proyectos y quien es uno de los principales desarrolladores del país. Además, considera que el Fideicomiso estará invertido mayormente en inversiones de renta, limitando las inversiones de desarrollo, de mayor riesgo relativo, al 40% del Fondo y que contempla iniciar como inversión "Ancla" la compra de una participación minoritaria de World Trade Center Free Zone S.A., donde a partir de su trayectoria, ubicación estratégica, características de Zona Franca y contratos vigentes se estima baja vacancia, buena generación de Fondos y una buena atomización por tenant y/o de elevada calidad crediticia.

Buena Trayectoria de principales ejecutivos del Administrador: Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales o RIO) es una Sociedad creada para actuar como Administrador del Fideicomiso. Sus principales ejecutivos presentan experiencia en el mercado inmobiliario de Uruguay, donde se destaca su participación como inversores en WTC Free Zone, como en la gestión de portafolios de inversión. Se destaca que la Sociedad Administradora no gestionará internamente desarrollos inmobiliarios, éstos serán tercerizados con desarrolladores de reconocida trayectoria en el mercado.

Fuerte experiencia del Estudio Lecueder: El Estudio Lecueder es uno de los principales desarrolladores de Uruguay y actuará como un elemento estratégico en los proyectos de desarrollo (el Fideicomiso priorizará la participación en este tipo de proyectos cuando el desarrollador sea dicho Estudio). Actuó como desarrollador de siete Shopping centers en Uruguay y dentro del área inmobiliaria, en los últimos años desarrolló y administró el World Trade Center Montevideo (complejo de oficinas), el WTC Free Zone (Zona Franca), Marina Santa Lucía (primera urbanización náutica) y Carrasco Boating, entre otros. Adicionalmente, en los proyectos de desarrollo a fin de alinear los intereses, existirá una co-inversión de los grupos relacionados al Administrador y/o desarrollador.

Cartera Inicial esperada: De acuerdo a lo manifestado por el Administrador, la proporción del portafolio de inicio sería 70% producto terminado (USD 15MM WTC Free Zone) y 30% desarrollos (USD 5MM WTC Punta del Este - USD 1.3MM Terminal Minas Shopping). El Activo "Ancla" corresponde a la inversión en la Zona Franca de WTC, donde el programa de inversiones contempla la compra de una participación minoritaria (11.5% o más) y que podría tener una participación de hasta 100% del Fondo. Respecto al WTC Free Zone se destaca que la Torre 1 posee una ocupación del 100%, con una buena atomización por sector entre sus más de 150 tenants donde ninguno representa más del 10% de los ingresos, con un valor promedio de alquiler por m2 de cerca de USD50. El impacto en los resultados esperados por COVID fue limitado y temporal. Por su parte la Torre 2 se encuentra con un nivel de comercialización cercano al 40% y se inaugura en dic'20.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional	FI2(uy)
Perspectiva	Estable

Criterios Relacionados

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

Analistas

Analista Principal
Gustavo Avila
Director
gustavo.avila@fixscr.com
+54 11 5235 8142

Analista Secundario
Yesica Colman
Associate Director
yesica.colman@fixscr.com
+54 11 5235 8147

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

Concentración: Los principales límites de concentración corresponden a un máximo de 40% en activos de desarrollo, un 35% para un mismo inmueble fuera del Activo "Ancla", 30% en Centros Comerciales, 30% en Centros de Distribución y locales industriales, 30% en inmuebles ocupados por un mismo inquilino y 50% en inmuebles cuyos ingresos provengan de un mismo sector económico.

Consistencia en el Proceso de Inversión: El Fondo posee un proceso de inversión robusto, contando con el apoyo de un Comité de Inversiones, conformado por profesionales con amplia trayectoria en el sector inmobiliario y mercado de capitales. El mismo se compone por el Lic. Guillermo García-Mansilla (Accionista de RIO, Presidente del Directorio y Head de Inversiones), el Lic. Javier Orcoyen (Accionista, Director y CEO), Gerardo Barbosa (Ex Head de Inversiones para Latam de Julius Baer), Cr. Carlos Lecueder (Director Estudio Luis E. Lecueder), Lic. Martin Williams (Asesor de Capital Markets & Wealth Management en Gletir Corredor de Bolsa (Gletir)), Cr. Juan Martín Sisto (Asesor de Capital Markets & Wealth Management en Gletir y Arq. Axel Brostom (Presidente de Binswanger Argentina, consultora de Real Estate Comercial). El comité sesionará como mínimo una vez cada tres meses, funcionará con un quorum de 3 miembros y las decisiones serán registradas en actas. Las funciones del comité se encuentran claramente delimitadas.

Conflicto de Interés: Es posible que los miembros del Comité de Inversiones o ejecutivos del Administrador (o de sus afiliadas) brinden asesoría o tomen acciones con respecto a los portafolios de sus otros clientes. Los señores Guillermo García Mansilla, Javier Orcoyen son miembros del Comité de Inversiones del Fondo y/o Personas Vinculadas al Administrador o a sus afiliadas según sea el caso, y Carlos Alberto Lecueder cuyo Estudio tiene un acuerdo de colaboración con el Administrador, podrían tener conflictos de interés en relación a sus actividades en el Fondo. En el caso de coinversión en desarrollos, ya sea el Administrador o terceros, se deberá exigir al co-inversor los mismos términos y condiciones de compromiso y desembolso de fondos (en las proporciones que correspondan) y el cumplimiento de dichos términos y condiciones será verificado regularmente por el Administrador o por el comité de vigilancia (en el caso de coinversión con el Administrador) durante la duración del Proyecto en cuestión.

Asimismo, previo al avance en cada proceso de compra deberá existir una evaluación técnica independiente que valide los precios de entrada, la que deberá ser desarrollada por especialistas de prestigio. Actualmente cuenta con una valuación de Colliers y hay una segunda en proceso por Grant Thornton.

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

Adecuado período de Inversión y desinversión: FIX considera que el plazo del Fideicomiso de 15 años permite una adecuada gestión de los ciclos así y el período de liquidación y venta de los activos de 2 años es razonable para evitar tener que vender activos por debajo de su valor por estar en la parte negativa del ciclo. Asimismo, el Contrato de Fideicomiso contempla la posibilidad de una extensión de dicho plazo. No obstante, el Fideicomiso se extinguirá por el transcurso de 30 años desde su constitución, en línea con la duration que presentan similares instrumentos dentro del mercado.

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

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

Fideicomiso Nuevo: El desempeño del Fideicomiso no fue analizado dado que aún no ha iniciado operaciones.

Sensibilidad de la calificación

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

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

Perfil

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO) es un Fideicomiso Financiero que emitirá Certificados de Participación (CPs) por hasta USD 80 millones (monto máximo), con un monto mínimo de USD 21 millones. Sin embargo, una vez que se hayan integrado y emitido CPs por al menos USD 35 millones (monto inicial) la Asamblea de Titulares (cuyos CPs representan en conjunto un valor nominal de al menos el 75% del total de CPs emitidos) tendrá la opción de suspender los aportes futuros hasta llegar al monto máximo estipulado.

La vigencia del Fideicomiso estará dividida en 3 períodos: i) un Período de Inversión de 3 años desde el inicio de actividades (podrá ser ampliado hasta un máximo de 2 años); ii) un Período Gestión de 10 años desde la finalización del Período de Inversión, y iii) un Período de Liquidación de 2 años desde la finalización del Período de Gestión.

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

- I. Proyectos inmobiliarios terminados (oficinas en edificios Clase A o Clase A+ exclusivamente, edificios de viviendas, centros comerciales, centros logísticos, entre otros, tanto dentro de Zonas Francas como fuera), en Uruguay para su arrendamiento, usufructo o aprovechamiento económico y posterior venta.
- II. El desarrollo de Proyectos inmobiliarios en Uruguay (tanto dentro de Zonas Francas o fuera) para su venta.

Para ello, el Fondo tendrá por finalidad la estructuración de un portafolio de inversión en activos inmobiliarios situados en Uruguay, que permita a sus inversores obtener rentas de forma consistente y ganancias de capital, minimizando los riesgos de mercado y procurando, dentro de un marco de seguridad adecuado, obtener atractivas tasas de retorno. Siempre respetando las restricciones correspondientes, el Fondo tendrá su foco estratégico en la inversión en activos con capacidad de generación de flujos consistentes en el tiempo y cuyo origen provenga, principalmente, de contratos de arrendamiento o de usuarios corporativos. Dentro de las opciones de rentas corporativas, se priorizará la inversión en rentas de oficinas.

Administración del Fondo

Compromiso Estratégico y Experiencia de la Administradora

Grelana S.A. ("RIO") es una sociedad creada para officiar como administrador del Fideicomiso. Su directorio estará compuesto inicialmente por Guillermo García-Mansilla, Javier Orcoyen y Juan Terra.

Los accionistas de Grelana S.A. (RIO S.A.) son Guillermo García-Mansilla (40%), Javier Orcoyen (40%) y Juan Terra a nombre propio pero por cuenta y orden de GLT Capital S.A.S. - en formación - (20%).

Guillermo García-Mansilla se desempeñará como CEO y Head de Inversiones de RIO. El equipo de RIO que estará a cargo de la administración del Fondo es un equipo multidisciplinario con amplia trayectoria en el mercado inmobiliario del Uruguay, construcción de portfolios de inversiones, administración de riesgos de una cartera, y estándares de cumplimiento en la administración de fondos.

Guillermo García-Mansilla presenta experiencia en el rubro inmobiliario, realizando su primera inversión a través de la compra y posterior estructuración de un Club Hípico en la zona de Escobar, Provincia de Buenos Aires. Durante más de 20 años participó en numerosos proyectos inmobiliarios en muchos casos representando pequeños grupos inversores y a partir de 2009 comenzó a invertir en proyectos inmobiliarios a mayor escala a través de fondos privados a su cargo. Justamente en 2009 estructura su primer Fondo Privado de Inversión GPL Investments y ese año se incorporan a WTC Free Zone (Activo Ancla).

Javier Orcoyen ex CEO de Merrill Lynch Cono Sur, luego Head de Julius Baer Argentina y Uruguay, se incorpora en el año 2014 por invitación de García-Mansilla como inversor en WTC Free Zone.

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

Esta operación representó el primer activo inmobiliario privado securitizado en el Uruguay. Este proyecto en la actualidad tiene plena ocupación en la Torre 1 y está terminando su segunda torre de oficinas. En tanto, a partir del año 2017, en Argentina participaron en varios proyectos inmobiliarios, entre ellos, la compra de oficinas de Google situadas en CityPort en Puerto Madero.

Fondo Privado I: Montevideo Uruguay: World trade Center Zona Franca

Edificio Categoría: A+

Metros Totales: 33.000 m²

Torre 1: Nivel de ocupación: 100%

Torre 2: En construcción, sería inaugurada en dic'20.

Inquilinos: Multi Tenant (+ de 100)

Inicio de la inversión del Fondo: Julio de 2015

TIR: +10%

Monto Total: + USD 15 MM.

Fondo Privado II: Oficinas Google en Buenos Aires: Puerto Madero

Edificio Categoría: A

Metros: 3.170 m²

Nivel de ocupación: 100%

Inicio de la inversión del Fondo: Diciembre de 2017

TIR: +10%

Monto Total: + USD 10 MM

Proceso de Inversión

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

Durante el proceso de evaluación para la selección de los activos se considerará que los mismos sean reserva de valor, se privilegiará aquellos con potencialidad de generar ganancias de capital, que tengan una generación de renta con flujos consistentes, considerando el nivel de riesgo de cada activo en forma particular y en forma relativa al portafolio a través de la diversificación.

Respecto al nivel de riesgo, se deberán evaluar en forma adecuada los riesgos a asumir los que podrán verse reflejados en: niveles de vacancia, ciclos económicos, velocidad de comercialización, deterioro de zonas del mercado, deterioro del nivel de actividad de sectores económicos, entre otros.

No se realizarán inversiones por fuera del objetivo del Fideicomiso. Adicionalmente se priorizará las inversiones en activos con certificaciones medioambientales, y en activos cuyas ubicaciones sean las de mayor demanda en el mercado.

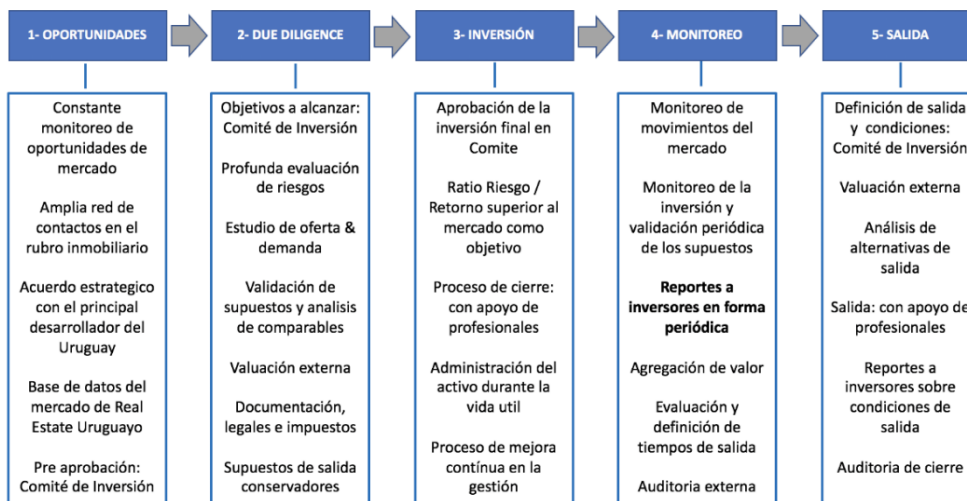
La Compañía establece dentro de sus objetivos en el plan de inversión obtener una TIR entre 6% y 12% para el segmento de renta y mayor al 10% en el segmento de desarrollo. Las Cap Rates estimadas para el segmento de renta de oficinas y de locales comerciales se ubicarían entre el 6% y 8%, para las de vivienda multifamily entre el 7% y 9% y para las de logística entre el 9% y 11%.

El Proceso de Inversión se compone de las siguientes etapas:

- a) Detección de oportunidades de inversión: uno de los principales roles del Administrador será el de generar un “pipeline” de inversión en forma proactiva. Un punto central consiste en anticipar los ciclos del mercado.
- b) Relevamiento técnico y análisis primario: detectadas las oportunidades de inversión, la compañía planea trabajar de forma estructurada para proceder a una evaluación objetiva y precisa. Para lograrlo y en base a lo expuesto anteriormente el Fideicomiso contará con un plan de inversión que detalle los el target u objetivo de los activos a incorporar, los rendimientos mínimos y procederá a contar con fichas técnicas para homogeneizar el proceso de relevamiento inicial.
- c) Evaluación primaria de la inversión: se evalúa si la inversión está dentro de los parámetros de metas a alcanzar del Fideicomiso, se contrasta con la información de mercado disponible y se evalúa los diferentes riesgos que se estaría asumiendo (de vacancia, a nivel de ciclos de mercado, regulatorios, de mantenimiento contingentes, de salida, etc.). En el caso que la inversión se encuentre dentro de los parámetros de rendimientos buscados se presentará la misma al Comité de Inversiones quien deberá definir, por unanimidad, si desea avanzar en el proceso de adquisición. El comité de inversiones registrará las decisiones en minutas. En el caso que no se logre consenso entre los miembros del Comité de Inversiones, la inversión, deberá ser descartada.
- d) Definición del marco de negociación: aprobada la continuidad del proceso respecto de una inversión, el Administrador del Fondo procederá a comunicar a la parte vendedora (del inmueble o de las participaciones accionarias), su intención de proceder a una evaluación técnica del activo dentro de un marco de condiciones pre establecidas.
- e) Evaluación técnica o due dilligence: una vez documentada la intención de las partes de avanzar en el proceso de compra de un inmueble se procederá a realizar una auditoría que releve los siguientes puntos:
 - Notarial: registros de propiedad, legitimidad del vendedor, ausencia de inhibiciones, validación de superficies, etc.
 - Contable e Impositiva: adecuada registración contable de los valores presentados por la parte vendedora y revisión de aspectos relevantes durante su vida útil. Ausencia de contingencias impositivas y adecuada relación entre documentación fiscal y contable.
 - Valuación independiente: validación de los precios de entrada realizada por especialistas independientes.
 - Económico-financiera: validación de indicadores clave y evaluación en el tiempo de las mismas.
 - Estructural: evaluación de calidades constructivas, valores de reposición y mantenimientos contingentes.
 - Estudio de mercado: en función de la complejidad del activo se determinará si se trabajará con información de mercado disponible o se procede a un estudio a medida. En caso de realizarse este último deberá establecerse en forma previa los parámetros a relevar.
 - Contingencias: se deberá definir con la mayor precisión posible todas aquellas contingencias que puedan afectar al activo permitiendo que el Comité de Inversiones pueda realizar una adecuada evaluación de los riesgos a asumir.

- f) Aprobación final: el Administrador deberá proveer al Comité de Inversiones de toda la información surgida durante el proceso de auditoría así como un informe final donde se recomienda la inversión o no en determinado activo. Dicho informe deberá incluir una comparación de los resultados obtenidos con las expectativas iniciales, aspectos más relevantes surgidos durante el proceso de auditoría y recomendación final de condiciones de compra. El Comité decidirá si aprueba o no la inversión y en qué condiciones.

Proceso de inversión



Recursos de la Administradora

Lic. Guillermo Federico García-Mansilla (Presidente del Directorio, CEO, Head de Inversiones y miembro del Comité de Inversiones), cuenta con 20 años de experiencia en inversiones inmobiliarias en los siguientes rubros: vivienda, landbanking, hotelería, locales comerciales, logística y oficinas comerciales y 20 años invirtiendo en el mercado inmobiliario de Uruguay en locales comerciales y oficinas corporativas. Actual manager de fondos de capitales privados con inversiones en rentas corporativas en el Uruguay. Es Licenciado en Administración de Empresas y posee un MBA en la Universidad del CEMA.

Lic. Javier Orcoyen (Director y miembro del Comité de Inversiones) fue ejecutivo Senior de la banca privada en el Cono Sur y presenta amplia experiencia en el mercado financiero y de capitales. Desarrolló su carrera corporativa durante más de 18 años en Merrill Lynch, Bank of America y Julius Baer. Ex CEO y head del negocio de banca privada de Merrill Lynch para el cono sur (Argentina, Chile y Uruguay). Durante los últimos 10 años participó en procesos de inversión para incorporar inversiones alternativas en los mismos. En el año 2015 lideró junto a Guillermo García-Mansilla un fondo privado para la participación de inversionistas de alto patrimonio en inversiones de real estate. Es Licenciado en Administración de Empresas, Universidad de San Andrés

Cr. Juan Martín Terra (Vicepresidente) posee más de 25 años de experiencia en el sector bancario y mercado de valores en Uruguay y la región. Es Especialista en operaciones del mercado de valores local de Uruguay e internacional, regulación y prevención LA/FT. Habiendo comenzado su carrera profesional en casas de bolsa y bancos en Uruguay, desempeño el cargo de Head de operaciones de la Mesa de Dinero de Bank Boston (hoy Banco Itaú). Desde 2004 en Grupo Gletir desempeñándose como Gerente de Operaciones, luego Director y Gerente General y es Presidente de GLT Casa de Bolsa S.A (Paraguay). Es Contador Público y Lic. en Administración de Empresas en la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República Oriental del Uruguay. Además posee una Tecnicatura en Asesoramiento de inversiones en la facultad ORT Uruguay.

Adicionalmente, el Administrador contará con un acuerdo de colaboración con el Estudio Lecueder, quien es uno de los principales desarrolladores de Uruguay y actuará como un elemento estratégico en los proyectos de desarrollo (el Fideicomiso priorizará participar en este tipo de proyectos cuando el desarrollador sea dicho Estudio). Éste ha actuado como desarrollador de siete Shopping centers en Uruguay y dentro del área inmobiliaria, en los últimos años desarrolló y administró el World Trade Center Montevideo (complejo de oficinas), el WTC Free Zone (Zona Franca), Marina Santa Lucía (primera urbanización náutica) y Carrasco Boating, entre otros. El Administrador directamente, o a través de cualquier sociedad controlada, controlante, vinculada o con control común, deberá suscribir a su nombre CPs por un monto equivalente al 5% del monto inicial más la diferencia entre el 5% del monto máximo y los montos efectivamente suscritos en el tramo minorista con un tope de 2.5% del monto inicial y mantener dicha participación durante la vigencia del Fideicomiso y mientras siga siendo Administrador. Dicho Titular, no tendrá derecho a voto en las Asambleas.

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

Características del Fondo y Cumplimiento Objetivo

Claridad y Consistencia de Objetivos e Inversiones

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

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

- Inversión de oficinas situadas en World Trade Center Free Zone S.A.
- Inversión de Oficinas Clase A y A+
- Inversión en Centro Logísticos
- Inversión de oficinas situadas en otras Zonas Francas
- Inversión en Centros Comerciales
- Inversión en Locales Comerciales
- Inversión en inmuebles destinados a la Renta Multifamilia
- Oportunidades de inversión en Renta Corporativa bajo el formato "Sale & Lease back" y "Built to suit"

El fundamento económico de invertir en oficinas en Zonas Francas y en el proyecto ancla en particular reside en un crecimiento esperado en la explotación de servicios a través de Zonas Francas, siguiendo la tendencia de los últimos 10 años. Dentro de las Zonas Francas de servicios se destaca la de World Trade Center, siendo la primera torre de oficinas con certificación LEED (sigla de Leadership in Energy & Environmental Design) en el Uruguay. Con más de 150 empresas instaladas y una ocupación del 100% posee un sólido flujo de ingresos. Actualmente la sociedad (WTC Free Zone S.A.) es dueña de un complejo de dos torres de oficinas: Torre 1 de 16.886 m² arrendables y Torre 2 con 16.800 m² arrendables. Esta segunda Torre proyecta su inauguración para diciembre 2020 con la potencialidad de duplicar los ingresos actuales de la sociedad.

Reguladas bajo la Ley 15.291 el objetivo de las zonas francas es el de incentivar las inversiones, expandir las exportaciones, utilizar mayor cantidad de mano de obra nacional y promover la integración económica internacional. Dentro de las zonas francas se pueden desarrollar todo tipo de actividades comerciales, industriales y de servicios. Al radicarse en una zona franca, las empresas gozan de diversos beneficios fiscales e impositivos tales como la exoneración fiscal total de todos los impuestos "creados o a crearse", incluyendo impuestos aduaneros e impuestos derivados por renta, patrimonio e IVA. Otra ventaja es la garantía legal para la libre repatriación de capitales y utilidades.

El programa de inversiones contempla iniciar como primera inversión de renta corporativa la compra de una participación minoritaria (11.5% o más) en este explotador de zona franca. Con el objetivo de proveer a sus inversores flujos consistentes el Administrador propone mantener una posición abierta para incrementar su participación en este activo hasta integrar el máximo permitido en los criterios de inversión establecidos y la reglamentación vigente. Este proyecto en sí presenta un elevado grado de diversificación por tenant (inquilino), más de 100, dado que ninguno supera el 10% y además presenta una buena atomización por sector económico.

Para la generación de estas oportunidades de inversión el Administrador podrá firmar opciones de compra y venta a favor del Fideicomiso.

Respecto a los proyectos de desarrollo inmobiliario, se encuentran limitados al 40%. Éstos presentan un mayor riesgo relativo hasta la terminación del proyecto y exhibe riesgo de construcción, lo que deriva en una mayor incertidumbre en la generación de flujos.

El Administrador pondrá especial énfasis en desarrollos que permitan el acceso a metros con futura proyección de renta. El objetivo de tasas internas de retorno para inversiones de desarrollo del Fideicomiso estará en un rango de 10% a 15%.

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

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

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

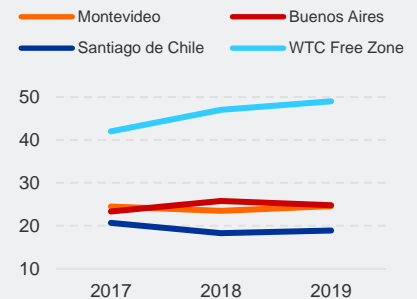
Análisis de la Cartera de Inversiones

De acuerdo a lo manifestado por el Administrador, la proporción del portfolio de inicio sería 70% producto terminado (USD 15MM WTC Free Zone) y 30% desarrollos (USD 5MM WTC Punta del Este - USD 1.3MM Terminal Minas Shopping). El Activo "Ancla" corresponde a la inversión en la Zona Franca de WTC, donde el programa de inversiones contempla la compra de una participación minoritaria (11.5% o más) y que podría tener una participación del 100% del Fondo.

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

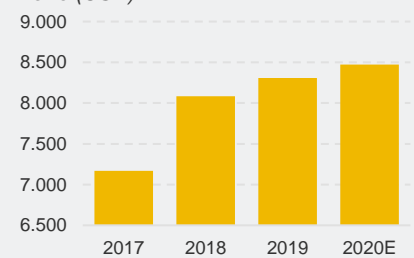
Los activos a ser incorporados si bien pueden ser ilíquidos o de menor liquidez relativa, no se evidenciaría problemas de liquidez para el Fideicomiso dado que es de carácter Cerrado y no

Precios de alquiler de oficinas Clase A+/A (USD M2)



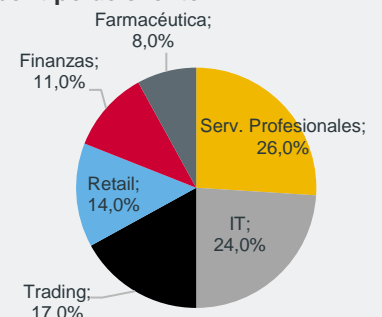
Fuente: Información de la empresa, Coldwell Banker Commercial Uruguay, Colliers internacional Argentina y Chile, Fix Scr.

Evolución Alquileres WTC Free Zone (USD)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

Metros rentables ocupados por tipo de cliente



Fuente: Información de la empresa. Fix Scr

hay ventanas de liquidez en el corto plazo. En tanto, una vez suscriptos para los inversores, la liquidez de las cuotas partes dependerá de la oferta y demanda en el mercado secundario.

Respecto a la diversificación, se espera que la misma sea adecuada, incluso en el caso de que el 100% sea invertido en el Proyecto Ancla, dada la atomización de los tenants. En tanto, no se podrá invertir más de un 30% en inmuebles ocupados por un mismo inquilino ni invertir más de un 50% en inmuebles cuyos ingresos provengan de un mismo sector económico. Tampoco se podrá invertir más del 35% en un mismo inmueble por fuera del activo ancla propuesto por el Promotor.

Respecto al Activo "Ancla" WTC Free Zone de Montevideo se destaca que la Torre 1 posee una ocupación del 100%, con una buena atomización por sector entre sus más de 150 tenants donde ninguno representa más del 10% de los ingresos, con un valor promedio de alquiler por m² cercano a los USD50. El impacto en los resultados esperados por COVID fue limitado y temporal. Por su parte la Torre 2 se encuentra con un nivel de comercialización cercano al 40% y se inaugura en dic'20. Respecto a la diversificación por rubro, se encuentra con una adecuada atomización, representando los servicios profesionales el 26%, IT 24%, Trading 17%, Retail 14%, Finanzas 11% y Farmacéutica 8%.

Asimismo, se destaca que los ingresos relacionados fundamentalmente a los alquileres se encuentran mayormente establecidos en dólares mientras que los costos en su mayoría son en pesos por lo que el activo permite una buena cobertura ante devaluaciones como la que sucedió durante 2020 en Uruguay y en la región.

Estructura del Fondo

La estructura del Fondo es adecuada en relación a los activos que estarían en cartera. El plazo del Fideicomiso será de 15 años desde su creación, 3 años para el Período de Inversión (prorrogable por 2 años), 10 años para el período de Gestión y 2 años para el período de Liquidación. El plazo de 15 años en conjunto con un plazo de desinversión de 2 años se considera adecuado para una correcta gestión del portafolio a través del ciclo. Adicionalmente, si bien pueden existir distribuciones de rendimiento, cuando se den las condiciones establecidas en los documentos legales, se destaca que no hay ventanas de salida anticipada que podrían afectar la madurez necesaria para la apreciación de capital así como la consistencia en los flujos y rentabilidad del fideicomiso. Como se mencionó anteriormente al menos el 60% del Fideicomiso corresponderá a activos de renta, mientras que los activos de desarrollo, de mayor riesgo relativo, se limitarán al 40%. Si bien no existen mitigantes establecidos o comprometidos como seguros de caución, lo que deriva en un mayor riesgo de construcción, los mismos serán realizados en conjunto con el Estudio Lecueder uno de los principales desarrolladores del Uruguay con extensa trayectoria.

También se destaca que el portafolio inicial presenta un menor riesgo relativo, mientras que existe el riesgo de selección de proyectos si se llegara al límite de USD80 millones, aunque siempre dentro de los límites establecidos en el Fideicomiso y con integraciones de Capital a medida ("call capital") que son requeridos para no afectar el rendimiento del Fideicomiso.

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

Evaluación del Endeudamiento

El Fideicomiso podrá incurrir en Endeudamiento hasta por un máximo de 30% del Patrimonio Neto Ajustado del Fideicomiso según los últimos Estados Contables disponibles más las integraciones de Certificados de Participaciones pendientes de realización, en cuyo caso el Fideicomiso podrá otorgar garantías por tal endeudamiento hasta por un monto máximo de 2 veces dicho endeudamiento, salvo excepciones aprobadas por el Comité de Vigilancia. Este endeudamiento tendrá como único objetivo optimizar la rentabilidad del Fideicomiso, facilitar la operatividad de las transacciones o cubrir eventuales contingencias legales y fiscales. Corresponde al Comité de Inversiones fijar para cada caso concreto, las condiciones del

endeudamiento (tasas de interés, origen y destino de la deuda, cronograma de pagos), así como las garantías a otorgarse siempre que estén dentro de los límites especificados en dicha cláusula. Los citados endeudamientos así como sus condiciones, incluyendo las garantías a otorgarse, deberán ser aprobadas previamente por el Comité de Vigilancia y luego se comunicarán al Fiduciario.

Asimismo, se destaca que el Fideicomiso podrá tener un apalancamiento indirecto a través de la deuda que posean las Sociedades donde el Fideicomiso obtenga una participación. En el caso de WTC Free Zone presenta una línea de crédito de USD 25 millones y una deuda a la fecha vinculada a la misma de USD 20 millones.

Evaluación del Desempeño Financiero

El desempeño del Fideicomiso no fue analizado dado que aún no ha iniciado operaciones.

Análisis Operacional

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

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

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

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

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

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

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

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

Determinación de la Calificación

La calificación responde principalmente a la calidad del Administrador, Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales) y contempla a su vez el acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder para tener prioridad en el desarrollo de proyectos y quien es uno de los principales

desarrolladores del país. Además, considera que el Fideicomiso estará invertido mayormente en inversiones de renta, limitando las inversiones de desarrollo, de mayor riesgo relativo, al 40% del Fideicomiso y que contempla iniciar como inversión "Ancla" la compra de una participación minoritaria de World Trade Center Free Zone S.A., donde a partir de su trayectoria, ubicación estratégica, características de Zona Franca y contratos vigentes se estima baja vacancia, buena generación de fondos y una buena atomización por tenant y/o de elevada calidad crediticia.

Anexo I - Dictamen

Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO)

El consejo de calificación de FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. –en adelante FIX– reunido el 16 de noviembre de 2020, decidió asignar la calificación **F12(uy) Perspectiva Estable** al Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I (FF RIO).

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

La calificación aplica a los términos y condiciones estipulados en el prospecto de emisión y Contrato del Fideicomiso. Dado que no se ha producido aún la emisión, las calificaciones otorgadas se basan en la documentación e información presentada por la Administradora, quedando sujetas a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con los documentos legales de la transacción.

La calificación responde principalmente a la calidad del Administrador, Grelana S.A. (Rentas Inmobiliarias Orientales o RIO) y contempla a su vez el acuerdo de Colaboración con el Estudio Lecueder para tener prioridad en el desarrollo de proyectos y quien es uno de los principales desarrolladores del país. Además, considera que el Fideicomiso estará invertido mayormente en inversiones de renta, limitando las inversiones de desarrollo, de mayor riesgo relativo, al 40% del Fideicomiso y que contempla iniciar como inversión “Ancla” la compra de una participación minoritaria de World Trade Center Free Zone S.A., donde a partir de su trayectoria, ubicación estratégica, características de Zona Franca y contratos vigentes se estima baja vacancia, buena generación de fondos y una buena atomización por tenant y/o de elevada calidad crediticia.

Fuentes de información

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

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

- Prospecto Preliminar suministrado por el Emisor
- Contrato de Fideicomiso preliminar

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

Anexo II - Glosario

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

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

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

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

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

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

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