

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO
DE CERTIFICADOS DE
PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO
FIDUCIARIO DEL
FIDEICOMISO FINANCIERO
CAMPIGLIA
& PILAY I**

Montevideo, abril de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION, EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE
23	V EL ENTORNO
29	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME JURIDICO

**Calificación Oferta Pública Certificados de Participación.
25-abril-2019**

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campiglia&Pilay I
Fiduciario:	Pilay Uruguay AFISA.
Constructor:	(Campiglia Construcciones) representada por Tecnorel SA
Activos del Fideicomiso:	Aportes realizados por los Fideicomitentes A (ya cancelados), los aportes realizados por los Fideicomitentes B, los inmuebles adquiridos, construcciones y todo otro activo adquirido por o producido por el FF.
Vigencia Calificación:	30 de abril de 2020
Calificación de Riesgo:	BBB (uy) Grado inversor mínimo.
Análisis jurídico de la calificación:	Olivera Asociados
Comité de Calificación	Julio Preve-Martin Durán
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

CARE calificó los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Campiglia y Pilay I" con la categoría BBB (uy) de grado inversor.

Este ligero mejoramiento de la nota se basa sobre todo en la finalización de conflictos acerca de la naturaleza jurídica de la construcción financiera, recogidos en la sentencia 504 de octubre de 2018 del Tribunal de lo Contencioso Administrativo, analizada más adelante. Esto mencionado además de mantenerse las conclusiones respecto del negocio en el año 2018.

Esta calificación analiza nuevamente el riesgo de los beneficiarios de lograr satisfacer, con los recursos del Fideicomiso, su derecho a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos¹. La nota obtenida no representa 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.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la presente actualización, son:

- Como se refirió, el Tribunal de lo Contencioso Administrativo, dispuso que *"ha quedado firme y está fuera de debate"*, el acto administrativo según el cual, se reputó que la actividad de Pilay AFISA constituía un Fideicomiso Financiero, no de administración ni tampoco una Administradora de Grupos de Ahorro Previo.
- Se han completado 2 nuevos análisis de stress financiero, a los que el BCU somete a la empresa año tras año, habiendo realizado a la fecha 12 actualizaciones. En dichos informes se simula que el Fideicomiso puede asumir todas sus obligaciones futuras con los fideicomitentes, limitando su accionar a vender los contratos inactivos. Los resultados siguen siendo satisfactorios.
- Se dispuso de dos nuevos informes de auditoría de gestión (informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados) practicados por Auren con los mismos resultados. Según el correspondiente al 30 de noviembre del 2018, se han adjudicado un 65% de viviendas por encima de lo comprometido, un total de 209. Según los EE.CC al 31/12/18, un mes después, los avances constructivos informados eran de 56,83 % y 82,60 % para el edificio y garajes respectivamente.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr el propósito del mismo, esto es obtener para los inversores la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos. Las adjudicaciones por encima de lo comprometido favorecen esta opinión. Esto, ya se ha afirmado en anteriores actualizaciones, no modificándose la opinión del Comité de Calificación.

¹ Esta actualización debe analizarse en conjunto con la calificación de mayo de 2012 y sus actualizaciones.

- El proyecto posee una orientación clara desde el principio de su gestión, hacia un determinado segmento del mercado. Esta orientación hacia el target definido en el contrato y el Prospecto, es coincidente con el identificado como el de mayores oportunidades de negocio en los estudios y encuestas sectoriales elaborados por CARE y actualizados permanentemente.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, los indicios continúan siendo claros en cuanto a la consolidación de estímulos no distorsivos a la competencia, tanto a la oferta como a la demanda en este segmento socioeconómico.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar nuevamente la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado Fideicomiso Financiero Campiglia y Pilay I².

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 no 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.

El marco conceptual de esta actualización supone 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 B a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos. 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, teniendo presente en particular los informes semestrales de auditoría de gestión encomendados por el BCU. No obstante se han incorporado, al igual que en ocasiones anteriores, algunos análisis comparativos con otras inversiones.

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 por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve².

Asimismo CARE contrató nuevamente los servicios del estudio jurídico Olivera Abogados, cuyo informe se adjunta, (Anexo I).

Esta contratación responde a la situación particular en que se encontraba este Fideicomiso, cuya figura jurídica había sido cuestionada por actores privados. A la confección de la presente actualización, y como se mencionara en párrafos anteriores, el TCA dispuso la anulación de los actos administrativos que cuestionaban e impugnaban que Campiglia & Pilay funcionara bajo la forma de un fideicomiso financiero.

². La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

2. Antecedentes generales

Con ocasión de la calificación original³ se recogieron los antecedentes del proyecto y de las empresas involucradas. Se reiteran aquí los elementos principales de aquél.

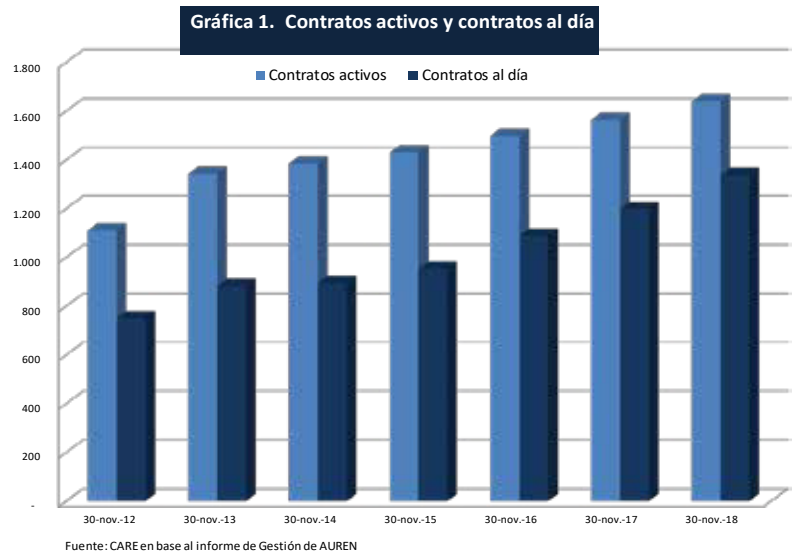
- Los llamados fideicomitentes A integraron dinero al fideicomiso adquiriendo los Títulos de Deuda, habiéndose cancelado la deuda el 28 de diciembre de 2015.
- Los llamados fideicomitentes B son quienes integran cuotas al fideicomiso adquiriendo certificados de participación. Entre estos se distinguen cuatro tipos: el Fideicomitente B que integra cuotas al fideicomiso y adquiere los certificados de participación; el fideicomitente B beneficiado, que es el que ha resultado ganador en los actos de asignación de unidades y aun no tiene la tenencia del bien; fideicomitente B simple tenedor, que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido; y el fideicomitente B adjudicado a quien se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.
- Administración a cargo de Pilay Uruguay AFISA, una compañía con habilidad en este tipo de operaciones demostrada en Argentina, con participación en la operación constructiva de una empresa de reconocida trayectoria en el país.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, que satisface los análisis jurídicos, ya que ha logrado la conformidad de todas las partes involucradas para que el fideicomiso exista válidamente y administre el patrimonio de afectación de acuerdo con el alcance dado en el contrato respectivo, y pueda ofrecer públicamente los valores que emite. No obstante, circunstancialmente enfrenta la dificultad de acciones de nulidad pendientes de resolución definitiva.
- Construcción de hasta 5000 viviendas.
- La entrega de una propiedad de las características detalladas, en los plazos detallados.
- Una estimación de rentabilidades para el inversor, en base al comportamiento histórico de las principales variables que aunque no constituye el objeto del fideicomiso, de todas formas resulta aceptable aún en las metodologías e hipótesis manejadas.

3. Hechos Salientes del período

- Con fecha 30 de octubre de 2018 fue dictada la sentencia 504 del Tribunal de lo Contencioso Administrativo, que dispuso que ha quedado firme y está fuera de debate, el acto administrativo según el cual, se reputó que la actividad de Pilay AFISA constituía un Fideicomiso Financiero, no de administración ni tampoco una Administradora de Grupos de Ahorro Previo.

³. Véase www.care.com.uy

- Con fecha 21/12/2018 fue dictada la resolución 809/2018 de la Superintendencia de Servicios Financieros en consonancia con la sentencia anterior.
- Al 30 de noviembre de 2018 existían 2404 contratos de Fideicomitentes B, de los cuales 1640 son activos y 1338 están al día.
- Se han adjudicado 209 viviendas.



- Según informa el Auditor, el avance de obra real al 30 de noviembre de 2018 registrado supone un avance acumulado de vivienda del 54,78% y en cuanto a los garajes, esta cifra asciende a 81,55%, ambos guarismos en línea con lo proyectado.
- El Fiduciario, semestralmente realiza, a solicitud del BCU⁴, un informe financiero cuyas proyecciones están auditadas por AUREN. En dichas proyecciones se testea la solidez del Sistema, considerando el número de Fideicomitentes B, los ingresos de las cuotas según cuotas vigentes así como lo reajustes previstos en el contrato, los compromisos asumidos y los gastos de estructura del Fideicomiso. En dicho informe se simula que el Fideicomiso puede asumir todas sus obligaciones futuras con los fideicomitentes, limitando su venta a vender los contratos inactivos (según explicación metodológica 3.5 el Informe de AUREN). A la confección de la presente actualización, ya se han realizado 12 presentaciones de este informe, que demuestran la solvencia y performance del Fideicomiso.

4. información analizada

- Informe de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 30/11/2018 (Informe de procedimientos de auditoría previamente acordados- PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN al 31 de diciembre de 2018.
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2018.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018.
- Informe jurídico del estudio Olivera abogados (Anexo 1)

⁴. Resolución de la Superintendencia de Servicios Financieros del 17 de junio del 2013.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay 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 Campiglia y Pilay I.

Fiduciario: Pilay Uruguay AFISA.

Constructor: Campiglia Construcciones representado por Tecnorel SA.

Entidad

Representante: Bolsa de Valores de Montevideo.

Títulos emitidos

y a emitirse: Títulos de deuda y Certificados de participación.

Activos del

Fideicomiso: Son activos del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes A; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados.

Moneda de

los CP: Pesos uruguayos.

Importe de

la Emisión: USD 1.200.000 los Títulos de Deuda ya cancelados y hasta \$ 10.757.864.152 reajustables los Certificados de Participación.

Calificadora

de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo

Calificación de

Riesgo de

los certificados de participación):

BBB (uy), Grado inversor mínimo

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico que compuso la calificación original, recorrió un amplio espectro de contingencias (véase Anexo I de la calificación original) que se pueden resumir en las conclusiones de aquel informe. Textualmente:

1. El Fideicomiso Financiero cuenta a la fecha con la aprobación del BCU y la conclusión afirmativa del MEF, respecto a que tal modalidad no constituye un grupo de ahorro previo sujeto a la normativa de intermediación financiera.
2. La estructura jurídica cuenta con el respaldo técnico del BCU, quien instruyó a Pilay AFISA a transformar el fideicomiso original en un Fideicomiso Financiero, y por tanto el BCU ha ejercido sobre el mismo y sus operadores, los poderes de supervisión y control que tiene sobre todo emisor de valores en régimen de oferta pública.
3. El Fideicomiso Financiero ha logrado la conformidad de todas las partes involucradas para que el mismo exista válidamente y administre el patrimonio de afectación de acuerdo con el alcance dado en el contrato de fideicomiso, y pueda ofrecer públicamente los valores que emite.
4. Sin embargo, a la fecha se encuentran iniciados varias acciones de nulidad contra las resoluciones adoptadas por el BCU y el propio MEF relacionadas con el proceso de inscripción del Fideicomiso Financiero y Pilay AFISA en el registro de valores del BCU, lo cual impide afirmar que la referida estructura se encuentra a resguardo de eventuales contingencias jurídicas. Tales incertidumbres podrán ser disipadas una vez que se culminen los procesos jurisdiccionales iniciados ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo.

Al igual que en las anteriores recalificaciones se volvió a contratar al estudio jurídico Olivera Abogados para verificar si alguna de sus opiniones podía modificarse en el tiempo transcurrido, (véanse Anexo 1 y correspondientes de calificaciones anteriores).

El último de ellos que figura en el Anexo 1 permite modificar el riesgo de contingencias jurídicas.

A continuación se extraen algunos párrafos del último informe:

...hemos tomado conocimiento de los pronunciamientos del Tribunal de lo Contencioso Administrativo (en adelante, "TCA") respecto de las acciones de nulidad promovidas contra el MEF (Ficha No. 862/2011) y el BCU (Ficha No. 405/2012) por Sentencias No. 503 y No. 504 respectivamente.

Tal como surge de las mencionadas Sentencias -y expresamente- del párrafo VI) del "Considerando" de la Sentencia No. 405/2012, ha quedado firme y está fuera de debate el acto administrativo en virtud del cual se reputó que la actividad de Pilay AFISA constituía un Fideicomiso Financiero, no de administración ni tampoco una Administradora de Grupos de Ahorro Previo (en adelante, "AGAP")...

...En virtud de lo anterior, y a la luz de las Sentencias del TCA antes mencionadas entendemos que los cuestionamientos que dieron lugar al inicio de tales acciones jurisdiccionales que cuestionaban algunos aspectos de la estructura jurídica adoptada han quedado resueltos. **Como consecuencia de ello, se ha confirmado por tanto la estructura jurídica adoptada para llevar adelante la actividad desarrollada por el Fideicomiso Financiero, debiéndose dar por concluidos los cuestionamientos jurídicos en relación con la misma.** (el subrayado es nuestro)

Asimismo, luego del dictado del nuevo acto administrativo por parte del BCU respecto a la inscripción en el registro de emisores de valores de oferta pública de Pilay AFISA supone también que el Fiduciario se encuentra regularmente constituido y se han cumplido con las exigencias formales observadas por el TCA, razón por la cual, respecto de estos puntos, no existen a la fecha otros elementos de juicio para revisar la legalidad del proceso de registro llevado a cabo por el ente regulador, que pueda impactar en la estructura bajo análisis.

Adicionalmente, en el año 2017 el BCU ordenó por primera vez una modificación en la naturaleza jurídica de un fideicomiso financiero, otorgando facilidades para su transformación, lo que si bien podía suponerse ahora se ha verificado.

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 virtud de la sentencia del TCA, de la Resolución dictada por el BCU y el Informe Jurídico mencionado párrafos arriba, se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera bajo. *Riesgo bajo.*

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante eventuales situaciones de stress constituye un atributo favorable del "papel". Los certificados se han diseñado para ser líquidos, dentro de lo relativo al mercado uruguayo. Adicionalmente existe un procedimiento en el que se involucra la fiduciaria para poder salir de los mismos. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es medio.*

III. LA ADMINISTRACIÓN. EL FIDUCIARIO Y EL CONSTRUCTOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: Pilay Uruguay AFISA administradora de fondos de inversión, en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Campiglia Construcciones en su capacidad de realizar las construcciones necesarias, y gestionar los proyectos constructivos. Ambas componen el contrato de fideicomiso.

1. Pilay Uruguay AFISA Administradora de Fondos de Inversión

Se trata en este caso de evaluar la capacidad de gestionar, y de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. a las disposiciones jurídicas vigentes.

Siguen siendo Luis Trento y Javier Vigo Leguizamón su Presidente y Vice respectivamente, mientras que el gerenciamiento de la unidad de negocios en Montevideo está a cargo de Javier Agustín Vigo Gasparotti.

En nuestro país, además, y por disposición del BCU, el sistema tomó la forma de Fideicomiso Financiero por lo cual en su calidad de administradora de este Fideicomiso cuenta como su principal ingreso los honorarios pactados en el contrato respectivo. En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados para los tres últimos ejercicios, los que cuentan con el correspondiente informe de auditoría independiente.

Cuadro 1: Fiduciaria Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial

En miles de \$	31-dic.-18	31-dic.-17	31-dic.-16
Activo	36.873	28.544	18.079
Activo Corriente	18.890	12.614	2.781
Activo no Corriente	17.984	15.930	15.298
Pasivo	2.534	3.286	1.510
Pasivo Corriente	1.706	2.519	788
Pasivo no Corriente	828	767	722
Patrimonio	34.339	25.258	16.569
Total Pasivo y Patrimonio	36.873	28.544	18.079
Razón Corriente	11,07	5,01	3,53

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Cuadro 2: Fiduciaria Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados

En miles de \$	31-dic.-18	31-dic.-17	31-dic.-16
Ingresos de actividades	24.098	17.884	5.187
Resultado Bruto	24.098	17.884	5.187
Gastos de adm y ventas	(2.933)	(2.226)	(1.789)
Resultados diversos	(1.694)	(946)	(1.643)
Resultados de inv. y financ.	2.176	345	1.017
Res. Antes de impuestos	21.646	15.057	2.772
Impuesto a la renta	(5.565)	(3.868)	(658)
Resultado Neto	16.081	11.189	2.114

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

El patrimonio de la sociedad está conformado básicamente por el capital integrado por los accionistas y los resultados acumulados los que han sido crecientes conforme se desarrolla el fideicomiso bajo su administración. Se desprende que Pilay Afisa mantiene una sólida posición, tanto en su solvencia como en su liquidez.

El BCU, con fecha 13 de Julio de 2011 comunicó a la fiduciaria la obligación de presentar semestralmente auditoría de gestión informando por lo menos los siguientes puntos:

- Monto de los CP emitidos en el semestre en cada uno de los tramos y su concordancia con los Registros de Pilay Uruguay Afisa como Entidad Registrante.
- Cantidad de Fideicomitentes B que se encuentren al día con sus obligaciones.
- Grado de cumplimiento del ritmo constructivo en el semestre en comparación con lo programado según contrato de la empresa constructora.
- Grado de cumplimiento de las adjudicaciones de soluciones habitacionales en comparación con lo programado y explicitado en el contrato de fideicomiso.
- Verificación de los reajustes del valor de las cuotas en el semestre, de acuerdo a los índices establecidos en el contrato de fideicomiso.

En este sentido, se dio cumplimiento a tal exigencia con el denominado "Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados (PAPA)" elaborado por la firma de auditoría independiente AUREN. Para esta actualización, se contó con los Informes al 30 de mayo y 30 de noviembre de 2018. Se dispuso asimismo del informe de "Información Financiera Prospectiva" al 31/12/2018, también auditado.

2. La empresa constructora

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto constructivo. Como se ha señalado, un punto crucial de la calificación lo constituye la evaluación de la capacidad de gerenciamiento del proyecto que motiva la emisión, el cual se refuerza con la presencia de figuras de prestigio en el negocio en Uruguay.

Para la ejecución de este proyecto, como se ha dicho, Pilay se unió a Campiglia construcciones quien construye a través de distintas figuras jurídicas por lo que la situación patrimonial de dichas firmas no son relevantes acerca de la capacidad constructiva del grupo.

En definitiva, en este punto importa conocer la trayectoria de Campiglia y no la de cada una de las sociedades que utiliza para construir. Esto fue analizado exhaustivamente en ocasión de la calificación original. En tal sentido, el grupo Campiglia sigue siendo un actor muy relevante en el sector de construcción de viviendas en el país por lo que CARE mantiene el juicio favorable emitido oportunamente.

3. Información sobre el Fideicomiso

En fecha 24 de agosto de 2009, las firmas Pilay Uruguay S.A; Tecnorel S.A y los Sres. Germán Campiglia; Álvaro Piña y Javier Vígo Leguizamón celebran un contrato de fideicomiso de administración de acuerdo con las disposiciones de la Ley 17.703 a la vez de prometer celebrar un contrato de arrendamiento de obras por el sistema de economía y administración regulado por el Código Civil. El 18 octubre de 2010, a requerimiento del Banco Central del Uruguay, el fideicomiso se transformó en Fideicomiso Financiero, según refieren las notas a los Estados Contables.

El objeto del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I es la inversión en inmuebles y la construcción de edificios y casas, su consecuente división en propiedad horizontal (cuando corresponda) y la adjudicación de las unidades a los beneficiarios. Así se define el mismo en el prospecto y contrato de fideicomiso; se entiende por adquirir un inmueble la compra de un terreno y por la construcción del conjunto, la construcción de un edificio de apartamentos. Esta operación se repetirá tantas veces sea necesaria en función de los adherentes. También forma parte del objetivo, la adquisición (total o parcial) de edificios en construcción que cumplan con el perfil de vivienda descrita en el prospecto.

Son activos subyacentes del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes A; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados. En lo que refiere a los Fideicomitentes A, contra su aporte se emitieron Títulos de Deuda Serie 1 por U\$S 1.200.000 los que ya fueron cancelados en tiempo y forma.

Los Fideicomitentes B, son beneficiarios del mismo. Contra estos aportes el Fideicomiso emite Certificados de Participación Serie 1 por un monto total de hasta \$ 10.757.864.152 (diez mil setecientos cincuenta y siete millones ochocientos sesenta y cuatro mil ciento cincuenta y dos pesos uruguayos) en forma parcial según 9 tramos que identifican derechos y obligaciones diferentes en el Contrato de Fideicomiso y que se denominan de la siguiente manera:

Cuadro 3: Monto máximo a emitir por Clase CP	
Clase de CP	miles \$
S1B1CS	11.813
S1B1CE	1.246.734
S1B1CT	2.774.218
S1B1CA	346.500
S1B2CS	11.813
S1B2CE	1.679.624
S1B2CT	3.812.863
S1B2CA	472.500
S1BCMC	401.800
Totales	10.757.864

Fuente: Campiglia Pilay

Todos los valores precedentes (expuestos a valores originales en el cuadro 3) son reajustables de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso (Sección 6.2.c) es decir, entre la paramétrica allí definida y el ICC (índice de la construcción) el que presente la variación mayor.

Dicha nomenclatura responde a:

- S1B1CS/S1B2CS son los CP's que los fideicomitentes B se obligan a adquirir al momento de adherir al sistema según hayan optado por una vivienda de 1 o 2 dormitorios;
- S1B1CE/S1B2CE son los CP's que los adherentes se obligan a adquirir en número de 240 según opción de tamaño de vivienda (son las llamadas cuotas en espera);
- S1B1CT/S1B2CT son los CP's que los adherentes se obligan a adquirir en sustitución de los anteriores una vez que su vivienda ha sido construida y les sea entregada (son las denominadas cuotas de posesión o tenencia);
- S1B1CA/S1B2CA son los CP's que los adherentes se obligan a adquirir en los meses de enero y julio de cada año (total, 40 cada uno y se la denomina cuota aguinaldo);
- S1BCMC son los CP's que los adherentes que hayan requerido mejoras constructivas o una casa de mayor metraje se comprometen a adquirir.

Al momento de realizar esta actualización se han tenido en cuenta los EE.CC. del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018 con informe de auditoría de la firma de auditores independientes AUREN.

En el cuadro siguiente se exponen en forma resumida los principales rubros de los mencionados EE.CC para los tres últimos ejercicios.

Cuadro 4: Estados de Situación Patrimonial del fideicomiso

En miles de \$	31-Dic-18	31-Dic-17	31-Dic-16
Activo	1.139.632	628.169	478.390
Activo Corriente	386.137	90.278	99.726
Activo no Corriente	753.495	537.891	378.664
Pasivo	124.613	75.948	79.030
Pasivo Corriente	81.059	38.792	43.699
Pasivo no Corriente	43.554	37.156	35.331
Patrimonio	1.015.019	552.222	399.361
Certificados de Participacion	775.128	654.956	545.728
Ajustes al patrimonio	552.938	388.523	258.612
Resultados del Ejercicio y Acum.	(313.047)	(491.257)	(404.979)
Total Pasivo y Patrimonio	1.139.632	628.169	478.390

Fuente: EE.CC Fideicomiso C.P.

Cuadro 5: Estados de Resultados del fideicomiso

En miles de \$	31-Dic-18	31-Dic-17	31-Dic-16
Ingresos operativos	28.060	2.875	2.936
Egresos operativos	(84.204)	(84.436)	(70.728)
Otros ing/egr	110	114	49
Resultados financieros	(7.358)	(4.776)	(6.325)
Impuesto a la renta	(59)	(55)	(11.935)
Resultado neto	(63.450)	(86.278)	(86.003)

Fuente: EE.CC fideicomiso C.P.

Si bien el Sistema Pilay contempla fundamentalmente la adquisición de terrenos para luego construir edificios sobre los mismos, también prevé la posibilidad de adquirir edificios o partes de edificios en construcción.

Esto último es lo que ocurrió al comienzo en que se invirtió en edificios en construcción o en unidades en edificios ya construidos. Bajo esta modalidad se entregaron las primeras 84 unidades; luego, se adquirieron terrenos con el objeto de desarrollar edificios propios que es la etapa que se está transitando actualmente.

En el Cuadro 6 se exponen los CP's emitidos a diciembre de 2018 en valores nominales, su relación con el total a emitir previsto y su comparación con lo emitido a diciembre de 2017, según las diferentes clases.

**Cuadro 6: FF Campiglia Pilay Emisión de CP's al 31/12/18
(miles \$ valor nominal)**

Clase	Previsto	31/12/2018	21/12/2017	% emitido	Incremento
S1B1CS	11.813	7.059	6.402	59,76%	10,26%
S1B1CE	1.246.734	232.793	195.973	18,67%	18,79%
S1B1CT	2.774.218	60.326	48.649	2,17%	24,00%
S1B1CA	346.500	36.590	30.409	10,56%	20,33%
S1B2CS	11.813	4.201	4.064	35,56%	3,37%
S1B2CE	1.679.624	242.374	210.055	14,43%	15,39%
S1B2CT	3.812.863	101.277	84.077	2,66%	20,46%
S1B2CA	472.500	40.139	34.327	8,50%	16,93%
S1BCMC	401.800	50.371	41.000	12,54%	22,86%
Totales	10.757.864	775.130	654.956	7,21%	18,35%

Fuente: CARE en base a EE.CC del fideicomiso

Los CP's que cuentan con mayor porcentaje de emisión, representan la cuota suscripción para los dos tipos de vivienda que se abona una sola vez, mientras que los restantes responden a la clase de las cuotas espera, tenencia o mejoras. Esto es consistente con las etapas en que se encuentra el fideicomiso.

En la última columna se expone el incremento de emisión entre los dos últimos años a efectos de seguir su evolución.

No se realizan provisiones por deudores incobrables porque la gerencia considera que es una posibilidad casi inexistente. Cabe decir que el no pago de la cuota no implica en este caso una pérdida para el fideicomiso ya que ese contrato se puede traspasar y en todo caso cesa la obligación del Fideicomiso de entregar esa vivienda.

En cuanto a los resultados corresponde decir que es requisito previo para el logro del objetivo final incurrir en gastos tales como promoción, constitución y administración del fideicomiso, gastos todos contemplados en los aportes de los fideicomitentes B. El fideicomiso optó por exponer las erogaciones como gastos de cada ejercicio económico en que se producen. Por esta razón, el fideicomiso tendrá, mientras se mantenga esta política contable, resultados negativos los que se irán revirtiendo a medida que dichos fideicomitentes vayan cancelando los aportes que se obligan a realizar por contrato de fideicomiso.

4. Auditoría de gestión

El fideicomiso está obligado por el BCU a presentar informe de auditoría externa de gestión, denominado "Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados" (PAPA). A esos efectos, ha contratado a la firma AUREN de origen español pero con presencia en muchos países del mundo.

El último informe PAPA producido por AUREN fue al 30/11/18. Uno de los objetivos del mismo es determinar el grado de cumplimiento de la adjudicación de viviendas en relación al compromiso que se deriva de los contratos respectivos. En tal sentido, el informe concluye, una vez más, que el Fideicomiso ha adjudicado más unidades de las que le correspondía.

En efecto, al 30/11/18, de acuerdo a las condiciones establecidas para ser adjudicatario, correspondía haber adjudicado 64 unidades a los beneficiarios del Grupo UJ (departamentos de 1 dormitorio) sin embargo, se llevan adjudicadas 126 unidades (65 al 31/5/18).

Mientras que para el Grupo UV (departamentos de 2 dormitorios) hubiera correspondido adjudicar a la misma fecha, 63 unidades y en cambio se llevan adjudicadas 83 (65 al 31/5/18)

En ambos casos, las unidades adjudicadas últimamente corresponden al Edificio Campiglia Pilay III, único al momento en construcción. En tal sentido, esta obra evoluciona de acuerdo a lo proyectado. En efecto, según informe PAPA citado, al 30/11/18, el avance de obra del edificio era del 54,78% (proyectado 53 %) mientras que el avance de los garajes era de 81,55% (proyectado 81,54 %). Según los EE.CC al 31/12/18, un mes después, los avances informados eran de 56,83 % y 82,60 % para el edificio y garajes respectivamente; consistente con lo informado en el PAPA.

En total entonces se llevan adjudicadas 209 unidades entre ambos grupos, 20 de las cuales corresponden al edificio Torreseis (ya entregadas); 64 corresponden al edificio Campiglia Pilay II (también entregadas) y las restantes al Edificio Campiglia Pilay III todavía en construcción.

Un resumen del estado actual de los contratos y su evolución se presenta en el cuadro siguiente:

Cuadro 7: Evolución de Fideicomitentes B y contratos según categorías					
Concepto	30/11/2018	30/11/2017	30/11/2016	30/11/2015	30/11/2014
Fideicomitentes B	1.878	1.729	1.586	1.439	1.362
Contratos	2.404	2.234	2.072	1.860	1.716
Fideicomitentes B activos	1.294	1.202	1.126	1.090	1.080
Contratos activos	1.640	1.564	1.498	1.430	1.385
Fideicomitentes al día	1.094	970	843	763	707
Contratos al día	1.338	1.198	1.089	953	896

Fuente: Informes PAPA

Puede comprobarse el constante incremento en todas las categorías seguidas.

La Gerencia de la empresa entiende por contrato (y fideicomitente) activo aquel que se encuentre al día con la cuota o que han comunicado la imposibilidad de efectuar aportes por cierto período de tiempo pero que no han hecho una declaración explícita de renuncia al sistema. Por contrato o fideicomitente al día se entiende aquellos que están al día con las cuotas incluyendo la correspondiente al mes de adjudicación.

Otra información que proporciona el informe de gestión refiere a la evolución del valor de las cuotas espera para cada uno de los dos productos.

En tal sentido se informa que la evolución histórica entre las variaciones del ICC, de la paramétrica de la empresa constructora, y de la cuota cobrada desde el momento de la constitución del contrato del Fideicomiso original (setiembre 2010) al mes de noviembre de 2018, es la siguiente:

Cuadro 8: variables de ajuste de cuota	
Periodo: al 30/11/18	set-10
ICC	151%
Paramétrica	137%
Cuota cobrada	154%

Fuente: Informe PAPA al 30/11/2018

Como se desprende del cuadro anterior, se puede observar que el Fideicomiso ajustó las cuotas hasta noviembre de 2018 por una variación superior a la establecida en el contrato. Según se explica en el informe citado, esta discordancia se debe a que la cuota se ajustó en base a una estimación de ICC. Esto se corrige a posteriori con los datos reales. Más allá de ese desvío transitorio, importa destacar que la cuota cobrada está razonablemente alineada con los costos de construcción por lo que el riesgo de descalce es muy acotado.

Por último, respondiendo a otra exigencia del BCU, la fiduciaria sigue presentando el Informe sobre Información Financiera Prospectiva analizado por Auren. En este caso actualizado al 31/12/18 y proyectado al año 2036. Auren informó que no tiene elementos como para controvertir lo sostenido por la fiduciaria aún admitiendo que dado el tiempo proyectado no hay forma de afirmar que no podrían producirse desvíos de entidad. Bajo esos supuestos, que lucen razonables a juicio de la firma auditora, el fideicomiso cumple con sus objetivos. Esto se analiza con más detalle en otra sección del presente informe.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa fiduciaria está autorizada desde el año 2011 por el Banco Central de Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. Este riesgo que por las razones comentadas era moderado, se ha modificado con la sentencia 504 del TCA y la resolución 2018/809 de la SSF del BCU. *Riesgo bajo*.

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de Pilay Uruguay Afisa y del Grupo Campiglia (incluye Tecnorel S.A). En virtud de todos los análisis practicados; teniendo presente su reputación en los medios en los que ambas empresas actúan, tanto para colegas como competidores y bancos; considerando su experiencia previa; considerando de modo especial su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hace el fiduciario de aspectos centrales para su desempeño, así como de la entidad representante con amplias atribuciones; *se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es muy bajo.*

Riesgo constructivo, que supone la falta de idoneidad para realizar el tipo de proyectos que se plantea, en las condiciones necesarias para su comercialización. Este riesgo es seguido en cada actualización en tanto la construcción no culmina, es un proceso permanente y paralelo a la venta de contratos. La cobertura de este riesgo se encuentra satisfecha por los antecedentes de la empresa constructora contratada, así como por el procedimiento de realización de obras recogido en el prospecto. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo de terminación (completion), que implica analizar la posibilidad de que cuando una obra es lanzada, la misma se termine en tiempo y forma, con independencia de factores comerciales, o de costos, o financieros vinculados a créditos a cobrar por unidades vendidas. El mismo se encuentra acotado por la forma en la que se van construyendo unidades a partir de la disposición de recursos. Estas disposiciones dan moderada satisfacción a la cobertura de este riesgo. *Riesgo bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido. Este riesgo ha bajado con el dictado de la sentencia del TCA y de la resolución de la SSF. *Riesgo bajo*

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

Riesgo por cambio del constructor, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias.

En definitiva, el riesgo analizado en esta sección se encuentra acotado, por contar con un Fiduciario con experiencia, un Plan de Negocios probado en ecosistemas similares a los del mercado de vivienda del Uruguay (Santa Fe, Rosario y Córdoba), y un constructor con probada trayectoria así como renombre en la plaza uruguaya. Las disposiciones de gobierno corporativo, así como las auditorías periódicas que dan cuenta del avance de las obras y de la marcha del proyecto en general contribuyen en el mismo sentido.

IV EL ACTIVO SUBYACENTE

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I" es permitir a los fideicomitentes recibir un apartamento o una casa luego del pago de una (1) cuota suscripción, 240 cuotas mensuales llamadas cuotas espera y 40 cuotas semestrales adicionales llamadas cuotas aguinaldo, las que serán ajustadas por el ICC⁵ o una paramétrica incluida en el Prospecto que también reproduce la evolución del costo de la construcción. De acuerdo a un sistema de puntaje o aportes dinerarios, se licitan los bienes inmuebles para ser otorgados a cada aportante. Se cita textual del contrato, *"El referido Fideicomiso ha sido estructurado sobre la base de un conjunto de fideicomitentes que persiguen el objetivo común de invertir su dinero en la construcción de departamentos o casas, y que por tanto instruyen a la Fiduciaria para que celebre en nombre del Fideicomiso contratos de arrendamiento de obras por el sistema de economía y administración"*.

Desde el año 2013 y con una periodicidad semestral, el BCU exige a Campiglia & Pilay presentar un informe auditado donde debe simular que se deja de vender y probar la capacidad que el Fideicomiso tiene de cumplir con los fideicomitentes. Este análisis lleva 12 presentaciones, demostrando que el Fideicomiso posee la capacidad de cumplir con los derechos de los fideicomitentes. Este análisis de stress al cual se somete al Fideicomiso, sirve para demostrar que, salvo un imponderable, posee la capacidad de cumplir con los derechos de los Fideicomitentes.

No obstante lo anterior y con el objetivo de testear económicamente el producto ofrecido por el Fideicomiso, CARE realiza anualmente tres análisis complementarios abordando diferentes metodologías a los solos efectos de comparar en términos generales con rentabilidades de otros negocios. Como se sabe en este caso la obligación no es de lograr algún guarismo de rentabilidad sino satisfacer, con los recursos del Fideicomiso, el derecho a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos.

El primero de estos análisis consiste en estimar una variable proxy a la TIR del inversor. La segunda metodología, consiste en testear el diseño del producto (de vivienda) Campiglia & Pilay y compararlo con un crédito hipotecario bancario con destino a la vivienda; y la tercera es comparar el producto (de inversión) Campiglia & Pilay con diferentes opciones de inversión financiera. En esta ocasión se actualizan los resultados de las metodologías mencionadas⁶.

2. Tasa Interna de Retorno Estimada

En la calificación original del año 2012, se realizó una simulación en la cual se supuso que el Fideicomiso hubiese comenzado a operar en enero de 1976 y que hubiese culminado en diciembre 1995 (20 años); y luego se fue iterando el mismo procedimiento en 192 oportunidades para el período que comenzó en febrero de 1976 (hasta enero del 96) y culminó en enero de 1992 (hasta diciembre de 2011)⁷; o sea, se supuso que cada mes se comenzó con un nuevo ciclo de negocios de 20 años. Una vez culminado cada ciclo

⁵. Índice del Costo de la Construcción. Índice que es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

⁶. Por mayor información sobre las metodologías mencionadas, ver calificación original y actualización de abril 2013

⁷. La elección de este período pasado respondió que durante el mismo se registraron contingencias macroeconómicas y sectoriales en sentidos opuestos y de las más diversas intensidades (devaluaciones, recesiones, auges, inflación, etc.) que cubrirían un amplio espectro de eventos futuros.

de negocios de 20 años, se contrastó lo invertido a través de las “cuotas espera”, versus el valor del metro cuadrado promedio de una vivienda nueva de similares características (de ubicación geográfica, calidad, tipología y tamaño) llegándose a una rentabilidad anual del 2,2%. Esta rentabilidad es el porcentaje que se capitaliza cada año para llegar a la comparación final a los 20 años que determina que el inversor obtiene una propiedad cuyo valor de mercado es mayor a lo que él ahorró.

En base a los resultados anteriormente expresados se ajustó el cálculo para el momento actual alcanzándose un valor de 7,4%.

3. Comparación con productos similares (Caso de demanda por vivienda)

Para el caso del individuo que está demandando una vivienda, la opción del producto Campiglia & Pilay I es significativamente más ventajosa en términos de Valor Actual Neto que solicitar un crédito bancario.

Cuadro 9. Comparación de VAN (tasa de descuento = 3%)

Financiamiento Bancario	Campiglia & Pilay
(\$U 5.768.669)	(\$U 4.868.026)

Como fue explicado oportunamente esta comparación supone situar a un mismo potencial cliente en dos situaciones análogas: la compra de un contrato y la contratación de un crédito hipotecario en las condiciones actuales. Se compara un flujo de fondos donde: (a) un individuo ahorra (cuota espera) en el Sistema Pilay durante los meses equivalentes a llegar al 20% del valor de mercado de la vivienda y luego pasa a pagar la cuota posesión o tenencia y (b) otro individuo integra el 20% del valor de la vivienda y opta por un crédito bancario hipotecario a 16 años⁸ aproximadamente con las condiciones de mercado.

Como fue mencionado en las actualizaciones anteriores, las dos alternativas (el producto Campiglia & Pilay y un crédito bancario) no son idénticas. Por ejemplo, por medio del financiamiento bancario, el individuo puede adquirir cualquier vivienda en el entorno del precio supuesto y que sea apta para una hipoteca, mientras que en el producto Campiglia & Pilay I puede adquirir únicamente las viviendas producidas por el referido Fideicomiso. En el sentido contrario, el individuo que accede al producto Campiglia & Pilay I no tiene que ser sujeto de crédito y no tendría los costos asociados a la financiación de un crédito (hipoteca, seguro de vida, cuenta bancaria, etc.) y podría adquirir una vivienda aún sin haber ahorrado el saldo inicial. Con respecto al costo de las cuotas en el futuro de las dos alternativas, dependerá de la evolución del ICC y del IPC respectivamente.

El aumento del VAN de la opción bancaria se debe a que el individuo necesita más años de ahorro previo para alcanzar el pago inicial. Esto se debe a que el precio de la vivienda se supone en dólares y las cuotas son en pesos uruguayos. Las variaciones en el tipo de cambio y en la tasa de interés de los créditos hipotecarios, modifican los resultados económicos de comparar el acceso a la vivienda por medio de un crédito hipotecario bancario frente al producto Campiglia & Pilay I.

⁸ El plazo dependerá de cuántas cuotas espera sean necesarias para alcanzar el 20% del valor de la vivienda. No se tuvieron en cuenta los costos bancarios asociados al crédito (hipoteca, seguro de vida, cuenta bancaria, etc.).

4. Comparación con productos alternativos (Caso de demanda por inversión)

Para el caso del individuo que busca una alternativa de inversión, la opción que resultó más ventajosa fue el Sistema PILAY en primer lugar. La TIR anual promedio en dólares para Campiglia & Pilay fue de 7,4% TIR promedio anual de los últimos 5 años de los fondos de inversión oscilan entre un mínimo de 0,83% y un máximo de 7,62%.

Cuadro 10. Comparación productos alternativos.

	% anual	% mensual
- PIMCO GIS TOTAL RETURN BOND FUND (5 años)	0,83%	0,10%
- TEMPLETON GLOBAL TOTAL RETURN. (5 años)	3,19%	0,30%
- MFS EMERGING MARKET DEBT - (5 años)	7,62%	0,60%
- MFS RESEARCH BOND (5 años)	7,32%	0,60%
- BlackRock Dollar Bond (5 años)	2,19%	0,20%
- PIONEER AGGREGATE BOND (5 años)	2,26%	0,20%
- WACC de proyectos inmobiliarios.	0,83%	0,10%
- SISTEMA PILAY (5 años)	7,40%	0,60%

Fte. CARE

Como fue mencionado en las actualizaciones anteriores, las dos alternativas mencionadas tienen ventajas y desventajas. Por ejemplo, la opción de fondos mutuos, si bien en muchos casos tienen una multa asociada a la salida en los primeros años, son sensiblemente más líquidos que el producto Campiglia & Pilay I. En sentido contrario, el sistema PILAY invierte en bienes tangibles mientras que los Fondos Mutuos generalmente invierten en productos financieros intangibles. En definitiva, y aunque la rentabilidad financiera no es el objetivo de la inversión analizada, el Sistema Pilay se compara de forma eficiente con otras inversiones alternativas.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo expuesto anteriormente, en este punto se trata de señalar la capacidad de generar las viviendas en el plazo pactado. Considerando además el seguimiento que se está verificando y las viviendas adjudicadas, se considera que existe un *riesgo bajo*.

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, la m/n. No obstante hay un porcentaje del costo constructivo próximo al 30% que depende de la evolución del tipo de cambio. El ajuste en la cuota que se indexa con el ICC mitiga dicho riesgo por estar comprendidos estos bienes en la canasta de precios. *Este riesgo por tanto es casi nulo.*

Se considera que el activo subyacente está en condiciones de generar una vivienda para los inversores (objetivo del fideicomiso) con una rentabilidad competitiva en el mercado de vivienda y de inversiones.

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.

Cabe señalar que la particularidad de este negocio vuelve menos relevante el desempeño del mercado de la vivienda como determinante del cumplimiento de las obligaciones del Fideicomiso, ya que suponen obtener para los inversores la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos.

1. Mercado de la vivienda

El mercado de la vivienda se caracteriza por presentar ciertas especificidades que es preciso tener en cuenta a la hora de analizar su evolución. En este sentido, en actualizaciones anteriores CARE ha detallado aproximaciones metodológicas para abordar esta temática ⁽⁹⁾.

El inmueble es un bien de uso y una reserva de valor al mismo tiempo. La demanda inmobiliaria se puede descomponer en un mercado de uso para vivienda y en un mercado de inversión.

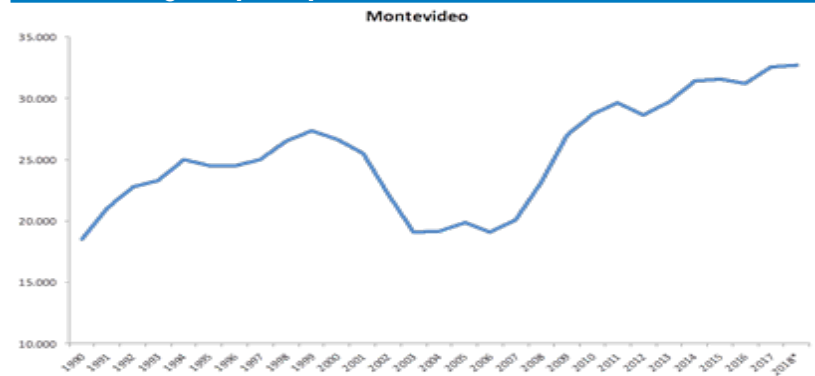
Las variables económicas de mayor incidencia en la demanda por uso, son el ingreso de los hogares y la disponibilidad del crédito hipotecario. Dentro de las variables sociales que determinan la demanda, se destacan la fragmentación de los hogares, la obsolescencia de las construcciones y el cambio en el paradigma de la vivienda. Estos cambios en el paradigma, obedecen a cambios culturales, cambios en el relacionamiento entre las personas, cambios tecnológicos y cambios en la forma de vivir.

Para cuantificar la demanda por uso, se contrató los servicios de Research International Uruguay. Según concluye la investigación realizada, un 51% de los encuestados buscó vivienda para residir en ella (comprando y/o alquilando) o invertir y el 49% buscará en los próximos dos años.

El ingreso per cápita ha venido creciendo en los últimos 15 años después de la caída producto de la crisis económica y financiera de 2002. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado.

⁹. Por mayor información, ver Informe sectorial del mercado inmobiliario dirigiéndose a care@care.com.uy

Gráfica 2 . Ingreso per cápita - valores constantes de 2018



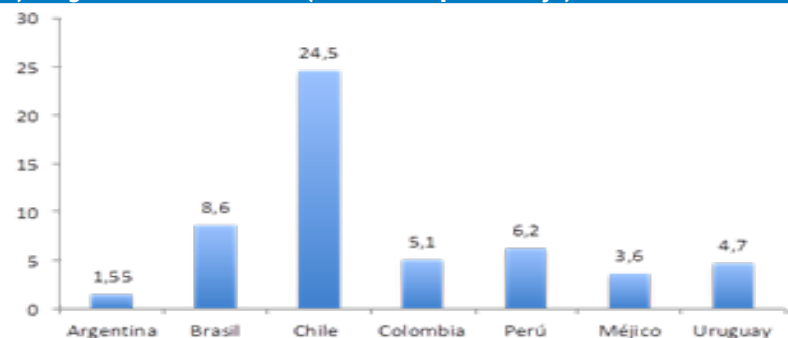
Fuente: elaboración propia en base al INE.

Sin embargo, Uruguay presenta restricciones en el acceso al crédito hipotecario en comparación con otros países y que dejan fuera del mercado a numerosos potenciales demandantes de vivienda. Mientras que en los países desarrollados el crédito hipotecario ha superado el 80% del PBI, en Latinoamérica dicho indicador se ha mantenido por debajo del 10%, con excepción de Chile (Ver Gráfica V.2a). La gran volatilidad macroeconómica, combinada con episodios de alta inflación o hiperinflación, que ha experimentado la región en el pasado, han repercutido negativamente en el crédito hipotecario, ya que el mismo se concentra en operaciones de largo plazo.

El año 2018 cerró con una mayor cantidad de operaciones de crédito hipotecario pese a la baja evidenciada en los primeros meses del año (ver Gráfica V.2c). La financiación bancaria doméstica, que en otros países es vital en la formación de la demanda inmobiliaria, en Uruguay fue sumamente reducida en este último ciclo de expansión sectorial, evidenciando valores sensiblemente inferiores a los observados en la década del noventa (ver Gráfica V.2b).

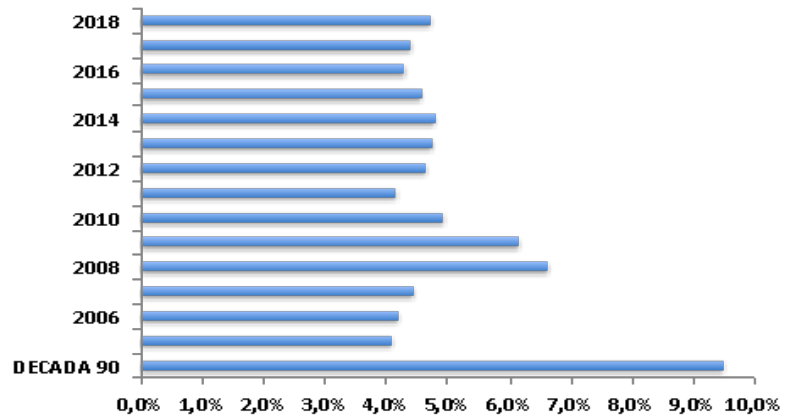
Gráfica 3. Crédito inmobiliario con destino a la vivienda en relación al PBI.

a) Región en el año 2018 (valores en porcentaje)



Fuente: BBVA Research.

b) Uruguay



Fuente: elaboración propia en base al MVOTMA y Banco Central del Uruguay

c) cantidad de hipotecas



Fuente: Briq analytics

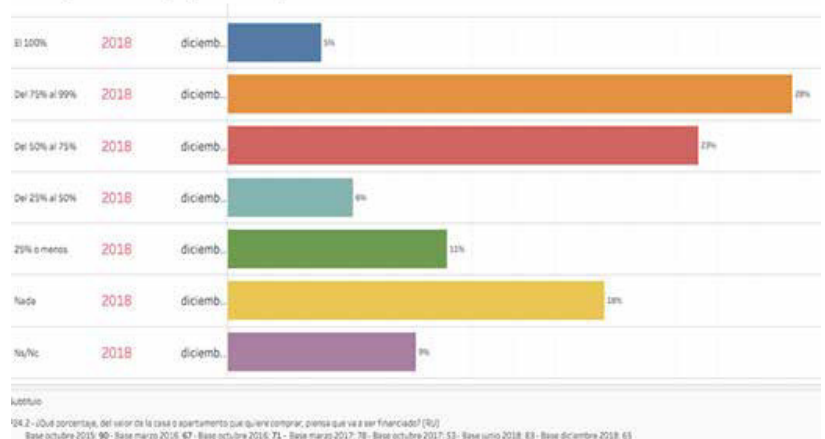
A partir del 2008, el crédito hipotecario bancario ha aumentado, en general nominado en UI (unidades indexadas al índice de precios al consumo) y con tasa de interés en el entorno del 6 al 8 por ciento. Según información del Banco Central del Uruguay (BCU), actualmente el crédito hipotecario a las familias (stock) se ubica en el entorno de los 2000 millones de dólares y el crédito al sector construcción se sitúa en los 300 millones de dólares (flujo). Estas variables, al estar nominadas en UI, tienen oscilaciones producto de los cambios en el tipo de cambio, además de las endógenas.

El monto de créditos a la vivienda parecería que aún es insuficiente. Esto se fundamenta mediante los datos de diferentes fuentes complementarias:

- a) Según Research International Uruguay (ver Gráfica V.3), el 62% de las familias y personas demandan financiamiento por más de la mitad del valor de la vivienda.

- b) Según el INE y el BHU, entre 1988 y 2002 dicho Banco financió en promedio, la construcción de 4452 viviendas por año y realizaba 2807 créditos de largo plazo para la compra de vivienda (promedio anual). En la actualidad, únicamente financia los créditos de largo plazo, no interviniendo en el crédito a la construcción de viviendas.
- c) En base a las citadas fuentes y asumiendo un promedio de operación de crédito por 100 mil dólares, existiría un déficit de crédito bancario a la vivienda (en términos históricos) de aproximadamente 280 millones de dólares por año (respecto a la década del noventa).

Grafica 4 Necesidad de financiamiento para el acceso a la vivienda Qué porcentaje piensa que será financiado



Fuente: Research

Entre las restricciones más importantes a la hora de acceder a una línea de crédito, se destacan: el poseer algún ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$ 101800¹⁰ líquidos mensuales por núcleo familiar (ver Gráfica V.4). En este sentido es pertinente destacar la conclusión a la que llega el estudio contratado por CARE que simula para determinadas características, la necesidad de ingreso familiar para acceder a una vivienda, suponiendo un crédito de las características señaladas en el cuadro y sin que la obligación supere el 30 % del ingreso del núcleo familiar. Según datos del INE, este monto de ingreso mínimo es un 47% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano.

Gráfica 5. Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito de vivienda



* Préstamo a 25 años en UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BHU. La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Ingresos a precios de junio de 2018.

Fuente: Research y Briq analytics

¹⁰ El monto del crédito con el que se realizan los cálculos es el del inmueble medio tipificado en este estudio (65 metros cuadrados) disponible en los portales en cada mes.

En lo que respecta a las variables sociales, el área metropolitana de Montevideo viene reduciendo de forma acelerada el tamaño de los hogares. Según el INE, de cada tres nuevos hogares que se forman anualmente, dos son unipersonales. Estas cifras evidencian claramente la fragmentación que experimentan los hogares en la actualidad. Asimismo, el stock existente de vivienda se encuentra obsoleto. En la mayoría de los casos, son unidades que cuentan con distribuciones que no acompañan las necesidades actuales y que no cuentan con las comodidades que hoy se exigen. Con el fin de identificar cuáles son las preferencias de quienes hoy están demandando vivienda, se ha realizado un análisis que se centra en la demanda por vivienda por tipología constructiva (ver Cuadro V.5). Los supuestos incurridos para dicho análisis, se basaron en que los hogares demandan la tipología necesaria en función del número de integrantes. Vale la pena mencionar que esta estimación es parcial, debido a que este supuesto no se cumple a medida que nos situamos en los extremos de los niveles de ingresos de los hogares. Por ejemplo, se observa que en los hogares con menores ingresos existe un mayor número de habitantes por dormitorio y los hogares de mayores ingresos evidencian un menor coeficiente de número de habitantes por dormitorio. No obstante lo anterior, el cálculo nos brinda una noción de magnitud en los que respecta a los requerimientos locativos del hogar.

Cuadro 11. Demanda por cantidad de dormitorios en función de los integrantes del hogar

No. Dormitorios	Demanda %
Mono ambiente	12
1 dormitorio	27
2 dormitorios	33
3 dormitorios	23
4 y más dormitorios	5

Fuente: En base a información del INE

En este sentido, el Sistema Pilay ofrece una alternativa novedosa de acceso futuro a la vivienda. No sólo por la particularidad de su financiamiento, sino que también porque al ser unidades nuevas, responden a los requerimientos antes mencionados.

Si se analiza la demanda por inmuebles por motivo inversión, las variables que más inciden son la tasa de interés real y los flujos de capital. Un factor cualitativo que afectó positivamente la demanda inmobiliaria por inversión es la inestabilidad del mercado financiero en Uruguay (crisis 2002) y en el mundo (crisis 2008). Tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron vendiendo productos financieros globales para luego posicionarse en activos inmobiliarios domésticos. El inversor uruguayo que aún recordaba la crisis financiera regional de 2001-2002, evidenció un “dèjà vu” cuando caían los valores de todos los activos financieros del mundo. Hasta el presente año, las tasas de interés habían permanecido bajas (y hasta negativas en términos reales). Esta combinación de factores, gestó un escenario que robusteció la demanda por inversión en inmuebles.

Según los resultados de la encuesta de Research, un 3% de los entrevistados buscó vivienda por motivo inversión en el tercer trimestre de 2018 y el 10% buscará en el corto plazo. A su vez, la población que busca invertir en vivienda, se encuentra mayoritariamente entre los 41 y 60 años, representando un 19%

de los entrevistados. A modo de síntesis, la demanda de vivienda para uso final está en aumento y se acumula debido a que muchas familias no concretan la compra o el alquiler; mientras que la demanda para inversión, se ha mantenido en niveles similares a los de las encuestas anteriores.

En definitiva el riesgo mercado se encuentra acotado, por contar con una elección adecuada del segmento elegido a atender así como las tipologías constructivas. La diferenciación de la cuota espera y la cuota tenencia segmenta los públicos que demandan el bien inmueble en su fase de inversión, de la fase de servicios de alojamiento. Las proyecciones de tasa de interés real como del ingreso medio de los hogares presentan aún tendencias estables para el negocio inmobiliario, por lo que, la demanda por este tipo de producto no puede preverse en la actualidad que disminuya.

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, atentan contra el clima de inversión sectorial.

No se espera, en el corto plazo, un cambio en las políticas públicas que afecte directamente el producto Campiglia & Pilay I.

En conclusión, el riesgo de políticas públicas se considera bajo.

3. Conclusiones sobre el entorno

En base a lo expuesto en los puntos anteriores y en especial, a los puntos anteriores, el riesgo entorno se considera 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, generan 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 títulos recogen la calificación BBB (uy)¹¹ de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹¹. 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.**

ANEXO I
INFORME JURIDICO

Montevideo, 17 de abril de 2019

Señores
CARE Calificadora de Riesgos
Presente

Atención: Ing. Julio Preve
Director

De nuestra mayor consideración:

Por la presente, tenemos el agrado de cumplir con la solicitud formulada por CARE Calificadora de Riesgos S.R.L. (en adelante, "CARE") para actualizar el informe jurídico de fecha 22 de mayo de 2012 y sus informes complementarios, en el marco del proceso de actualización del dictamen de calificación de riesgo elaborado por CARE a los valores emitidos por el "Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I" (en adelante, "Fideicomiso Financiero").

1. Planteo de la cuestión

De acuerdo con lo informado oportunamente, hemos analizado el estado de los procesos judiciales y administrativos de los que hemos tomado conocimiento, promovidos con relación al Fideicomiso Financiero y los valores que este emite.

Como ya fuera señalado, el Fideicomiso Financiero y los valores que el mismo emite, son el resultado de un proceso de adecuación jurídica realizado por la firma Pilay Uruguay S.A. (en la actualidad Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.) en el marco del análisis y actos de supervisión y control realizados por el Banco Central del Uruguay (en adelante el "BCU") sobre la estructuración jurídica del negocio propuesto, el cual está destinado a ofrecer un producto por el cual sus inversores ahorren para acceder a una vivienda.

En efecto, el Fideicomiso Financiero, su régimen de actuación y las actividades desarrolladas por el Fiduciario Financiero, así como la firma Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante, "Pilay AFISA") se encuentran sujetos al cumplimiento de las normas de Mercado de Valores vigentes, y especialmente a la supervisión y control del BCU como ente regulador del Mercado de Valores.

En función de lo expuesto, procederemos a informar a continuación el estado actual de los procesos y acciones instaurados con relación al Fideicomiso Financiero y los valores que el mismo emite.

2. Estado de las contingencias jurídicas

De acuerdo con la información proporcionada por Pilay AFISA y sus asesores legales, a la fecha del presente informe han concluido las actuaciones con relación a las acciones de nulidad promovidas por Consorcio del Uruguay S.A. (en adelante, "Consorcio") contra actos dictados tanto por el Ministerio de Economía y Finanzas (en adelante, "MEF") como por el BCU, de conformidad con lo informado oportunamente.

En este sentido, hemos tomado conocimiento de los pronunciamientos del Tribunal de lo Contencioso Administrativo (en adelante, "TCA") respecto de las acciones de nulidad promovidas contra el MEF (Ficha No. 862/2011) y el BCU (Ficha No. 405/2012) por Sentencias No. 503 y No. 504 respectivamente.

Tal como surge de las mencionadas Sentencias -y expresamente- del párrafo VI) del "Considerando" de la Sentencia del expediente No. 405/2012, ha quedado firme y está fuera de debate el acto administrativo en virtud del cual se reputó que la actividad de Pilay AFISA constituía un Fideicomiso Financiero, no de administración ni tampoco una Administradora de Grupos de Ahorro Previo (en adelante, "AGAP").

Sin perjuicio de lo anterior, el TCA anuló los actos administrativos dictados por la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU de fecha 12 de julio de 2011, por haberse otorgado los mismos antes de que Pilay AFISA concluyese la modificación de sus estatutos. Sin embargo, habiendo quedado debidamente cumplidos los requisitos legales observados por el TCA, y encontrándose debidamente constituida Pilay AFISA, la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU resolvió, -mediante el dictado de un nuevo acto administrativo- autorizar a Pilay AFISA a funcionar como administradora de fondos de inversión e inscribirla en el Registro de Mercado de Valores como Fiduciario Financiero con vigencia 2 de diciembre de 2011.

Por el mismo acto, el BCU tiene por inscripta en el Registro de Mercado de Valores a partir de la citada fecha, la emisión de los títulos de deuda escriturales Serie I y los Certificados de Participación Serie I, a emitirse bajo el Fideicomiso Financiero por un valor nominal de hasta U\$S 1.200.000 los títulos de deuda y hasta \$ 10.757.864.152 reajustables los certificados de participación.

En virtud de lo anterior, y a la luz de las Sentencias del TCA antes mencionadas entendemos que los cuestionamientos que dieron lugar al inicio de tales acciones jurisdiccionales que cuestionaban algunos aspectos de la estructura jurídica adoptada han quedado resueltos. Como consecuencia de ello, se ha confirmado por tanto la estructura jurídica adoptada para llevar adelante la actividad desarrollada por el Fideicomiso Financiero, debiéndose dar por concluidos los cuestionamientos jurídicos en relación con la misma.

Asimismo, luego del dictado del nuevo acto administrativo por parte del BCU respecto a la inscripción en el registro de emisores de valores de oferta pública de Pilay AFISA supone también que el Fiduciario se encuentra regularmente constituido y se han cumplido con las exigencias formales observadas por el TCA, razón por la cual, respecto de estos puntos, no existen a la fecha otros elementos de juicio para revisar la legalidad del proceso de registro llevado a cabo por el ente regulador, que pueda impactar en la estructura bajo análisis.

En función de lo dispuesto y, de acuerdo con la sistemática de la regulación del Mercado de Valores, corresponde a cada inversor o potencial inversor valorar en su globalidad los riesgos, beneficios y bondades del instrumento financiero que se ofrece invertir, con la información proporcionada y exigida del emisor por la normativa vigente, entre la que se encuentre el propio informe de calificación realizado por CARE.

Respecto de este último debe tenerse siempre en cuenta que el mismo es una opinión elaborada en base a un manual de procedimiento que previamente es registrado ante el BCU, que junto con otra información exigida es un componente más de la información que deberá procesar, analizar y valorar cada inversor, o potencial inversor.

Sin otro particular, saludamos a Ud. muy atentamente,

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke at the end.

Olivera Abogados