

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

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

*Montevideo, abril de 2021*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCION
10	II EL FIDUCIARIO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION, EL FIDUCIARIO Y EL CONSTRUCTOR
21	IV EL ACTIVO SUBYACENTE
27	V EL ENTORNO
41	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME JURIDICO

---

**Actualización de la Calificación de Certificados de Participación del Fideicomiso  
Financiero Campiglia & Pilay I.  
27 - abril - 2021**

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Campiglia&Pilay I
<b>Fiduciario:</b>	Pilay Uruguay AFISA.
<b>Constructor:</b>	(Campiglia Construcciones) representada por Tecnorel SA
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	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.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia:</b>	30 abril de 2022
<b>Análisis jurídico de la calificación:</b>	Olivera Asociados
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve y Martín Durán Martínez
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

## Resumen General

***CARE actualizó la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero “Campiglia y Pilay I” manteniendo la categoría BBB.uy de grado inversor.***

Esta actualización 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 respectivos<sup>1</sup>. 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 verifica en la sección I y II y con más detalle en el Anexo I del informe de Olivera Abogados, todas las resoluciones y sentencias referidas a la naturaleza del fideicomiso, a la inscripción del fiduciario y de los títulos, han quedado firmes.
- Se han completado 2 nuevos análisis de stress financiero, a los que el BCU somete a la empresa año tras año. 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 tal como fue resuelto en 2019 (Ver memoria anual 2019 y actualización calificación abril 2020). Los resultados siguen siendo satisfactorios y pautan cuántas unidades se deben producir para hacer frente a las obligaciones del Fideicomiso. Es importante notar que, a la fecha, estas obligaciones se han sobre cumplido.
- Se dispuso de actualización de informes de Auditoría de Gestión (informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados) practicados por la empresa Auren con los mismos resultados. Al 30 de noviembre del 2020, se han adjudicado 339 viviendas, siendo este registro 59% superior a lo comprometido según contrato. Según este mismo informe se culminó con los Edificios Pilay III y IV, restando una porción menor del Pilay V. Entre los tres edificios el grado de avance es de 97,7% para edificios y 99,8% para garajes, pudiendo adjudicarse a Pilay V. A su vez, se ha empezado a construir Pilay VI con un avance a nivel edificio de 2,6%.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr su propósito, 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 viene ocurriendo hace varios años, por lo que el Comité de Calificación mantiene su visión favorable. A su vez, y sin perjuicio de que el Sistema Pilay ofrece una vivienda determinada, en la comparación con un préstamo hipotecario, la opción Pilay tiene mayor retorno para el comprador y permite que sujetos que no son pasibles de crédito puedan acceder a una vivienda.

<sup>1</sup> 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 objetivo definido en el contrato y el Prospecto coincide con las orientaciones generales de la demanda, sobre todo en cuanto a tipología de apartamento. Esta información es corroborada por las encuestas sectoriales del mercado inmobiliario.
- A la fecha de la actual calificación, no se evidencian mayores impactos de la crisis sanitaria en el desempeño del Fideicomiso ni en la vigencia de los contratos. Si bien la actividad económica, el empleo y los ingresos de los hogares se han resentido sensiblemente durante 2020, el Fideicomiso ha logrado colocar parte de los contratos inactivos y la cartera de contratos morosos se redujo. Al mismo tiempo se han adjudicado más unidades que las previstas contractualmente lo que constituye una fortaleza en esta coyuntura.
- 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. En este sentido la nueva Administración de Gobierno aprobó un nuevo régimen de alquileres más flexible con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso a la vivienda. Asimismo, las nuevas autoridades ya han resuelto la eliminación de los topes de alquiler y de precios de los proyectos promovidos, así como también han ampliado los beneficios a proyectos inmobiliarios de gran porte.

## 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 I<sup>2</sup>.

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 a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).

El comité de calificación estuvo integrado por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve. La vigencia de la calificación es 30/04/22<sup>2</sup>.

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

### 2. Antecedentes generales

Con ocasión de la calificación original<sup>3</sup> 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.

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

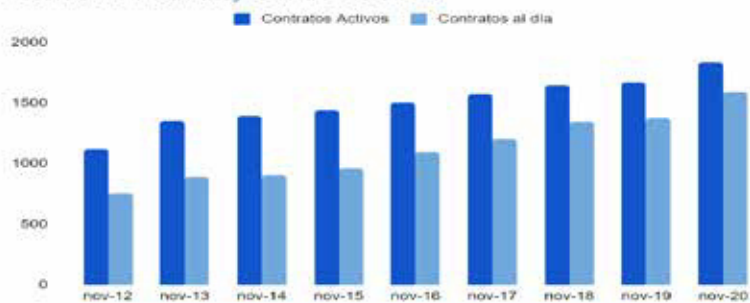
<sup>3</sup>. Véase [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

- 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 aún 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.
- La Administración está a cargo de Pilay Uruguay AFISA, una compañía cuyos accionistas tienen una aquilatada experiencia en la administración de fondos inmobiliarios en Argentina.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, que supera 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.
- 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.
- Con fecha 21/12/2018 fue dictada la Resolución 809/2018 de la Superintendencia de Servicios Financieros en consonancia con la sentencia anterior. Dicha Resolución fue impugnada, mediante la interposición de los recursos de revocación y jerárquico.
- El BCU desestimó los recursos interpuestos, mediante Resoluciones de fechas 2 y 7 de agosto de 2019, quedando como consecuencia, firme la decisión adoptada por el TCA mencionada párrafos arriba. Estos elementos quedan recogidos en el Informe jurídico anexo al final de esta calificación.
- Se culminó el Edificio Pilay III en mayo 2019 tal cual fue informado en la calificación anterior.
- El 29/10/19 se firmó el contrato de compraventa de un terreno de 2.051 metros cuadrados para construir el edificio Campiglia Pilay VI.
- En la Memoria anual del 2019, se da cuenta que se ha estado trabajando en la elaboración del "Fideicomiso Campiglia Pilay II". Por dicho motivo, el 24/8/19 la Gerencia tomó la decisión de dejar de comercializar nuevos contratos, limitándose a partir de esa fecha a colocar solo aquellos que llegaran a encontrarse en estado inactivo.

### 3. Hechos Salientes del período

- Al 30 de noviembre de 2020 existían 2563 contratos de Fideicomitentes B, de los cuales 1828 son activos y 1592 están al día. Esto implica un aumento de 5 puntos en el porcentaje de contratos al día, respecto a la calificación anterior, elemento a destacar en la coyuntura económica actual.
- Al 30 de noviembre del 2020, se han adjudicado 339 viviendas. De estas, se han adjudicado 59% más de viviendas que lo comprometido por contrato, considerando la cantidad de Fideicomitentes de cada subgrupo (UJ y UV).

Contratos Activos y Contratos al día



Fuente: CARE en base al informe de Gestión de AUREN

- Según el Informe de Procedimientos acordados realizado por AUREN a pedido del BCU, el edificio Campiglia Pilay IV fue entregado entre abril y mayo 2020, quedando pendiente la finalización de Campiglia Pilay V que se estimaba finalizaría en febrero 2021. Según este informe, que reporta PILAY III, IV y V en conjunto por compartir el mismo terreno, el avance de obra de todo el complejo es de 97,7% para los edificios y de 99,8% para los garajes. Dado que Pilay III y IV fueron entregados, el avance anterior puede ser adjudicado directamente a Pilay V. Este último edificio fue entregado en Febrero 2021, posterior al cierre del informe PAPA. Este avance fue corroborado por tres profesionales distintos incluidos en el citado informe.
- El 4 de mayo de 2020 se comenzó la obra del complejo Pilay VI en el barrio Buceo bajo el mismo tipo de contrato que los edificios anteriores (Contrato de Obra por el Sistema de Economía y Administración). Al 30 de noviembre de 2020 el avance de obra era de 2,9% para el edificio y de 40,9% para los garajes. A diferencia de los anteriores, este edificio contempla algunos locales comerciales, que tienen un avance de obra de 3,6% a la misma fecha.



- El Fiduciario, semestralmente realiza, a solicitud del BCU<sup>4</sup>, 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 los 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. A la confección de la presente actualización, ya se han realizado actualizaciones anuales que demuestran la solvencia y performance del Fideicomiso.

#### **4. Información analizada**

- Informe de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 30/11/2020 (Informe de procedimientos de auditoría previamente acordados- PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN al 31 de diciembre de 2020.
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2020.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2020.
- Informe sectorial del mercado Inmobiliario a marzo del 2021 elaborado por Briq Analytics y Research Uruguay.
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay.
- Informe jurídico del estudio Olivera abogados de fecha 6 de abril de 2021. (Anexo 1)

<sup>4</sup>. 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

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Campiglia y Pilay I.
<b>Fiduciario:</b>	Pilay Uruguay AFISA.
<b>Constructor:</b>	Campiglia Construcciones representado por Tecnorel SA.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo.
<b>Títulos emitidos y a emitirse:</b>	Títulos de deuda y Certificados de participación.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	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.
<b>Moneda de los CP:</b>	Pesos uruguayos.
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD1.200.000 los Títulos de Deuda ya cancelados y hasta \$ 10.757.864.152 reajustables los Certificados de Participación.
<b>Calificación de Riesgo de los certificados de participación):</b>	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.*

Para la calificación pasada se contrataron nuevamente los servicios de Olivera Abogados, de cuyo informe se transcriben los siguientes párrafos:

*...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, entendemos que desde el punto de vista de la estructura jurídica adoptada para llevar adelante la actividad desarrollada por el Fideicomiso Financiero han quedado firme los actos jurídicos que instruyeron su adecuación al régimen de fideicomisos financieros de oferta pública. Ello a su vez, 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.*

*Por tanto, es posible dar por concluidos los cuestionamientos jurídicos en relación a la estructura legal adoptada luego de los fallos del TCA.*

Al igual que en las anteriores actualizaciones 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).

Luego de revisar todas las sentencias y resoluciones que han quedado firmes señala:

*“Por tal razón, no existen a la fecha nuevos elementos de juicio para revisar la legalidad del proceso de registro llevado a cabo por el ente regulador y su aplicación temporal, que pueda impactar en la estructura bajo análisis.”*

*“Por su parte y del examen de las cuestiones judiciales informadas por los asesores jurídicos del emisor en su reporte anual, no encontramos que tales procesos puedan resultar en una contingencia que impacte en la estructura del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I”*

### **3. Riesgos considerados**

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. En virtud de la sentencia del TCA, de las Resoluciones dictadas 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.

Son su Presidente y Vicepresidente: Javier A. Vigo Gasparotti y María de los Ángeles Dichino Trento respectivamente. Integran el Directorio de la firma, además, María Gabriela Añón, Mario Florencio Vigo Leguizamón y Javier Vigo Leguizamón.

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: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial**

En miles de \$	31-dic.-20	31-dic.-19	31-dic.-18
<b>Activo</b>	<b>33.457</b>	<b>42.120</b>	<b>36.873</b>
Activo Corriente	9.394	21.540	18.890
Activo no Corriente	24.063	20.581	17.984
<b>Pasivo</b>	<b>1.818</b>	<b>1.773</b>	<b>2.534</b>
Pasivo Corriente	834	875	1.706
Pasivo no Corriente	984	898	828
<b>Patrimonio</b>	<b>31.639</b>	<b>40.347</b>	<b>34.339</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>33.457</b>	<b>42.120</b>	<b>36.873</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>11,26</b>	<b>24,62</b>	<b>11,07</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

**Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados**

En miles de \$	31-dic.-20	31-dic.-19	31-dic.-18
<b>Ingresos de actividades</b>	<b>19.306</b>	<b>22.731</b>	<b>24.098</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>19.306</b>	<b>22.731</b>	<b>24.098</b>
Gastos de adm y ventas	(2.732)	(2.666)	(2.933)
Resultados diversos	(3.962)	(2.019)	(1.694)
Resultados de inv. y financ.	2.902	2.182	2.176
<b>Res. Antes de impuestos</b>	<b>15.514</b>	<b>20.229</b>	<b>21.646</b>
Impuesto a la renta	(4.222)	(5.221)	(5.565)
<b>Resultado Neto</b>	<b>11.292</b>	<b>15.008</b>	<b>16.081</b>

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 con 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 dichos informes, el último de los cuales cubre el periodo hasta el 30 de noviembre de 2020 inclusive.

## **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 es relevante 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. 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 Vigo 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. En octubre de 2010, a requerimiento del Banco Central del Uruguay, se transforma en Fideicomiso Financiero.

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 de este. 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
<b>Totales</b>	<b>10.757.864</b>

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 costos 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);
- S1B1CM/S1B2CM 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 2020 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 y su comparativo con ejercicios anteriores.

#### Cuadro 4: Estados de Situación Patrimonial del fideicomiso

En miles de \$	31-dic-20	31-dic-19	31-dic-18
<b>Activo</b>	<b>2.226.898</b>	<b>1.727.753</b>	<b>1.139.632</b>
Activo Corriente	1.058.661	685.067	386.137
Activo no Corriente	1.168.238	1.042.686	753.495
<b>Pasivo</b>	<b>136.371</b>	<b>179.901</b>	<b>124.613</b>
Pasivo Corriente	55.661	98.593	81.059
Pasivo no Corriente	80.711	81.308	43.554
<b>Patrimonio</b>	<b>2.090.527</b>	<b>1.547.852</b>	<b>1.015.019</b>
Certificados de Participacion	1.071.137	916.026	775.128
Ajustes al patrimonio	1.048.436	773.237	552.938
Resultados del Ejercicio y Acum.	(29.046)	(141.411)	(313.047)
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2.226.898</b>	<b>1.727.753</b>	<b>1.139.632</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso C.P.

#### Cuadro 5: Estados de Resultados del fideicomiso

En miles de \$	31-dic-20	31-dic-19	31-dic-18
Ingresos operativos	583.930	573.821	28.060
Egresos operativos	(458.362)	(388.472)	(84.204)
Otros ing/egr	1.484	1.176	110
<b>Resultados de explotación</b>	<b>127.052</b>	<b>186.525</b>	<b>(56.033)</b>
Resultados financieros	(14.531)	(14.825)	(7.358)
Impuesto a la renta	(156)	(64)	(59)
<b>Resultado neto</b>	<b>112.365</b>	<b>171.636</b>	<b>(63.450)</b>

Fuente: EE.CC fideicomiso C.P.

4. En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.



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.

De acuerdo a la NIF 15, se comenzó a aplicar el criterio de considerar ingresos por actividades ordinarias los contratos con clientes a partir de la entrega de la tenencia del bien. Esto supone el reconocimiento del ingreso por la entrega de bienes (viviendas y cocheras) a los Fideicomitentes B y el costo de venta asociado lo que explica la diferencia de ingresos y resultados respecto a ejercicios anteriores. En contrapartida, se refleja un crédito equivalente al valor total del contrato actualizado a la fecha.

Si bien se ha reflejado contablemente la entrega y goce del bien a dichos fideicomitentes y se ha reconocido el costo de los apartamentos, estos últimos continúan en el patrimonio fiduciario hasta tanto se formalice la compraventa y el fideicomitente cancele la totalidad de sus obligaciones. El saldo pendiente de cuotas tiene un componente que varía en función de su actualización que se va ajustando con cada aumento. Al momento del pago, se refleja en los CP's.

En el cuadro siguiente se exponen los CP's emitidos a diciembre de 2020 en valores nominales, su relación con el total a emitir previsto y su comparación con lo emitido hasta el año anterior, según las diferentes clases.

**Cuadro 6: FF Campiglia Pilay Emisión de CP's al 31/12/2020 (miles \$ valor nominal)**

Clase	Previsto	31/12/2020	31/12/2019	% emitido	Incremento
S1B1CS	11.813	7.295	7.295	61,75%	0,00%
S1B1CE	1.246.734	307.806	270.166	24,69%	13,93%
S1B1CT	2.774.218	124.162	86.868	4,48%	42,93%
S1B1CA	346.500	51.660	43.517	14,91%	18,71%
S1B2CS	11.813	4.276	4.276	36,20%	0,00%
S1B2CE	1.679.624	298.020	271.163	17,74%	9,90%
S1B2CT	3.812.863	147.479	124.947	3,87%	18,03%
S1B2CA	472.500	51.451	45.639	10,89%	12,73%
S1BCMC	401.800	78.964	62.133	19,65%	27,09%
Provisorio T.9		24	22		
<b>Totales</b>	<b>10.757.864</b>	<b>1.071.137</b>	<b>916.026</b>	<b>9,96%</b>	<b>16,93%</b>

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.

#### 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 30/11/20. Uno de los objetivos de este es determinar el grado de cumplimiento de la adjudicación de viviendas en relación con el 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 se obligaba por disposición contractual.

En efecto, al 30/11/20, de acuerdo con las condiciones establecidas para ser adjudicatario, correspondía haber adjudicado 117 unidades a los beneficiarios del Grupo UJ (departamentos de 1 dormitorio) sin embargo, se adjudicaron 215 unidades. Mientras que para el Grupo UV (departamentos de 2 dormitorios) hubiera correspondido adjudicar a la misma fecha, 96 unidades y en cambio se adjudicaron 124 unidades.

Como ya se ha informado en actualizaciones anteriores, el edificio denominado CP III ya ha finalizado mientras que el CP IV fue entregado entre los meses de abril y mayo de 2020. Actualmente se encuentra en ejecución la torre CP V, la que se entregó en febrero 2021.

En mayo 2020, la Fiduciaria firmó el Contrato de Obra para la construcción del edificio CP VI, en el terreno adquirido a esos efectos. Dicha obra ya comenzó y al 30/11/2020 se da cuenta de un avance de esta, en lo que respecta al edificio, de 2,86 % mientras en lo que refiere a los garajes, el avance es de 40,94 %. Este edificio prevé también la construcción de locales comerciales como inversión del Fideicomiso con el fin de obtener una renta y así aprovechar fondos ociosos. El avance de este rubro es de 3,60%.

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	30/11/2020	30/11/2019	30/11/2018	30/11/2017	30/11/2016
Fideicomitentes B	2.066	1.962	1.878	1.729	1.586
Contratos	2.563	2.475	2.404	2.234	2.072
Fideicomitentes B activos	1.515	1.334	1.294	1.202	1.126
Contratos activos	1.828	1.660	1.640	1.564	1.498
Fideicomitentes al día	1.327	1.144	1.094	970	843
Contratos al día	1.592	1.369	1.338	1.198	1.089

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 2020, es la siguiente:

Cuadro 8: variables de ajuste de cuota	
Periodo: al 30/11/20	2009
ICC	215%
Paramétrica	200%
Cuota cobrada	208%

Fuente: Informe PAPA al 30/11/2020

Como se desprende del cuadro anterior, se puede observar que el Fideicomiso ajustó las cuotas hasta noviembre de 2020 por una variación inferior a la establecida en el contrato. Más allá de ese desvío, 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 31/12/20 y proyectado al año 2040. AUREN informó que no tiene elementos como para controvertir lo sostenido por la fiduciaria aun 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.

### 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, ha disminuido 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. 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 (cuotas espera) y 40 cuotas semestrales adicionales (cuotas aguinaldo), las que serán ajustadas por el ICC<sup>5</sup> o una paramétrica incluida en el Prospecto que también reproduce la evolución del costo de la construcción. De acuerdo con 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 14 presentaciones, demostrando que el Fideicomiso posee la capacidad de cumplir con los derechos de los fideicomitentes.

No obstante, y con el objetivo de testear económicamente el producto ofrecido por el Fideicomiso, CARE realiza anualmente análisis complementarios abordando diferentes metodologías con el objetivo de generar información relevante sobre el atractivo general del Sistema Pilay y su rentabilidad relativa a otras alternativas para aquellos fideicomitentes que demanden el producto por motivo consumo o inversión.

Si bien, como se desprende del prospecto, en este caso la obligación del Fideicomiso no es obtener una determinada rentabilidad sino adjudicar la tenencia y propiedad de una unidad habitacional previamente definida en los contratos respectivos, la comparación del producto con alternativas competitivas resulta una buena aproximación respecto al atractivo para los potenciales inversores.

De esta forma, para los agentes que demandan el producto del FF por motivo consumo se estima y compara el costo de acceso a la unidad habitacional a través del sistema del FF Campiglia & Pilay I con la alternativa de hacerlo a través de un crédito hipotecario. En cuanto a los agentes cuya demanda del producto del FF se da por motivo inversión, se estima y compara la Tasa Interna de Retorno esperada de la inversión en el FF con respecto al costo de oportunidad del capital y con aquella rentabilidad obtenible en inversiones alternativas -particularmente financieras- que expongan al inversor a comparables niveles de riesgo.

Antes de profundizar en las distintas evaluaciones de la rentabilidad y atractivo del producto ofrecido, es importante hacer algunas puntualizaciones respecto a la actividad de los fideicomitentes B y los contratos durante el

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

último año. Por un lado, se ha logrado colocar parte de los contratos inactivos del Fideicomiso Campiglia Pilay, incrementando en 104 la cantidad de Fideicomitentes B<sup>6</sup> entre noviembre 2019 y noviembre 2020. A su vez, esto también implicó un aumento en la cantidad de contratos activos junto a un incremento de los contratos que se encuentran al día con sus obligaciones. Este último elemento no es menor dado la coyuntura actual de crisis económica producto de la irrupción del COVID-19. En este sentido, la masa de Fideicomitentes B ha mostrado cierta resiliencia a la coyuntura adversa. Por su parte, en el último año hasta noviembre 2020, se han adjudicado 339 unidades. Estas adjudicaciones superan en casi 60% lo comprometido en los contratos.

Por último, las proyecciones financieras semestrales solicitadas por BCU y auditadas por AUREN hacen referencia al flujo de contratos inactivos a colocar en los próximos años, las obligaciones constructivas y la cantidad de unidades que deberán adjudicarse por año en los próximos años. De las proyecciones surge que se deberán construir más de 600 unidades en los próximos 5 años para entregar apartamentos a 33% de los adherentes proyectados. Entre 2025 y 2040 quedarán por construir y adjudicar aproximadamente 1.100 unidades adicionales para cumplir con lo previsto en las proyecciones financieras.

## 2. Demanda por consumo: comparación con crédito hipotecario

Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso para hacerse de una vivienda con destino consumo, se estima el Valor Presente Neto de los pagos a realizarse por el suscriptor -considerando las diferencias existentes para la opción de uno o dos dormitorios- y este se compara con el Valor Presente Neto de los pagos asociados a la alternativa de solicitar un préstamo hipotecario para obtener una vivienda. La explicación detrás de esta comparación se encuentra en que ambas se tratan de opciones de financiamiento sustitutas con características similares: el individuo hace entregas periódicas previamente establecidas con una tasa de interés implícita en el caso del FF Campiglia & Pilay I o explícita para el préstamo bancario.

Previo a proceder con la comparación, es importante realizar algunas consideraciones para el análisis. En primer lugar, el Sistema Pilay implica que el fideicomitente pueda obtener la tenencia del inmueble en distintos momentos del tiempo, afectando el flujo de pagos del usuario en tanto supone el pago de la cuota de tenencia en detrimento de la cuota de espera. Para simplificar el análisis, se calcula el Valor Presente Neto esperado asumiendo que el individuo tiene la misma probabilidad de recibir el inmueble a los 5, 10, 15 y 20 años.

En segundo lugar, en cuanto a la opción del crédito hipotecario, se debe tener presente que el ingreso líquido requerido como contraparte al solicitar un crédito a pagar en menos de 10 años es tan elevado que no permite a esta opción ser competitiva en tanto existe una cantidad muy importante de hogares en el país que no logran cumplir con este requisito. Teniendo esto presente, en lo que sigue se hará hincapié en la comparación entre el costo de financiamiento de adquirir una unidad habitacional a través del FF Campiglia & Pilay I con el costo asociado a un crédito hipotecario a un plazo de 15 o 20 años

<sup>6</sup> Es importante recordar que en 2019 el Administrador resolvió no celebrar nuevos contratos.

## Cuadro 9 – Comparación del Sistema Pilay I vs crédito hipotecario

	Valor Presente Neto*		
	Promedio	Pilay I 15 años	BHU** 20 años
Un dormitorio	7.120.983	9020831	10.765.311
Dos dormitorios	9.636.539	12.158.556	14.509.766

\* Tasa de interés de descuento: 6% anual

\*\* Costo de financiamiento asociado a un crédito hipotecario para un empleado privado sin bonificación de tasa de interés.

Fuente: Elaborado por CARE

Como se aprecia en el cuadro precedente, la opción del FF Campiglia & Pilay I resulta más ventajosa en términos de Valor Presente Neto que solicitar un crédito bancario con un plazo de 15 o 20 años. Se debe notar que la opción con un menor Valor Presente Neto indica aquella que tiene un menor costo para el inversor en tanto se están analizando alternativas de financiamiento para obtener una vivienda.

Como fue señalado previamente, si bien el crédito hipotecario con un plazo a 5 o 10 años podría suponer una opción más atractiva que el producto ofrecido por el FF, las exigencias para poder acceder al mismo lo vuelven una opción inalcanzable para una parte importante de la sociedad: los ingresos líquidos mínimos requeridos para acceder a la segunda de estas opciones asciende al menos a aproximadamente UYU 200.000. A modo de referencia, de acuerdo con Briq Analytics en la segunda mitad de 2020 sólo el 12% de los hogares contaba con ingresos líquidos superiores a UYU 146.000 (a precios de marzo de este año). Incluso el acceso al crédito hipotecario a 20 años requiere niveles de ingresos líquidos que ascienden al entorno de UYU 135.000.

De todas formas, debe tenerse presente que el cálculo del Valor Presente Neto dependerá del costo de las cuotas a pagar en cada alternativa y su evolución en el futuro: mientras que la cuota del FF dependerá de cómo evolucione el Índice de Costos de la Construcción o la paramétrica definida en el prospecto de emisión, para el crédito hipotecario está dependerá de la evolución del Índice de Precios al Consumidor.

Por último, se debe mencionar más allá de las diferentes “rentabilidades” en términos de acceso a la vivienda, ambas alternativas analizadas tienen sus ventajas y desventajas. Por una parte, por medio del financiamiento bancario, el individuo tiene la libertad de adquirir cualquier vivienda en el entorno del precio supuesto y que sea apta para una hipoteca, al tiempo que la recibe en el momento de preferencia mientras que a través del Fideicomiso sólo puede adquirir las viviendas construidas por este y la adquisición de la tenencia del inmueble dependerá de las modalidades y plazos de adjudicación definido en el prospecto de emisión. Por otra parte, el individuo que accede al Fideicomiso no tiene que ser sujeto de crédito y no deberá afrontar los costos asociados a la financiación de un crédito (hipoteca, seguro de vida, cuenta bancaria, etc.), pudiendo adquirir una vivienda sin contar con ahorros previos.

### 3. Demanda por inversión: Tasa Interna de Retorno, Costo de Oportunidad del Capital e inversiones alternativas

#### a. Tasa Interna de Retorno esperada

Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso como alternativa de inversión, se estima que esta le permite obtener una rentabilidad anual en dólares de 8%. Esto asume que las cuotas pagadas por el Fideicomitente B se ajustan por un ICC que evoluciona en línea con una combinación de salarios y dólar, consistente con la historia de las variables. Para los salarios se asume una evolución similar al PIB tendencial, en tanto el dólar nominal evoluciona en línea con el equilibrio externo (manteniendo el TCR constante, en un escenario de inflación internacional de 2% y local de 7%). El supuesto de valorización anual de 2,5% se sensibiliza para recoger los distintos tipos de entrega de las unidades que implica la correspondiente depreciación por uso.

Esta rentabilidad asume que el individuo aporta 240 cuotas espera y 40 cuotas aguinaldo, recibe la unidad habitacional y la vende al final del período. Cabe notar que el momento en que el individuo recibe el inmueble no afecta el cálculo de la rentabilidad por dos razones. Por un lado, el fideicomitente no podrá enajenar el inmueble hasta no cancelar todas las obligaciones restantes con el FF. Por otro lado, la diferencia existente entre los flujos de pagos que el fideicomitente debe hacer frente al recibir anticipadamente el inmueble es aproximadamente equivalente al valor por el cual el mismo podría alquilar la unidad habitacional y ambas variables tienden a tener una evolución comparable a lo largo del tiempo.

#### b. Costo de Oportunidad del Capital

Es posible realizar un ejercicio de benchmarking de la tasa de retorno esperada con el objetivo de medir el atractivo del proyecto. Para esto se utiliza el modelo de valuación Capital Asset Pricing Model (CAPM) en el cual, siguiendo a Damodaran<sup>7</sup>, se adiciona una prima de riesgo que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto, en este caso el mercado inmobiliario/real estate. En consecuencia, para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$$

Donde:

$E(r_i)$ : Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>8</sup>.

$r_f$ : tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

$E(R_m) - R_f$ : Prima de Riesgo de mercado (Equity Risk Premium UY). Es el premio por riesgo específico al mercado y país que opera el proyecto (diferencia entre el rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo ajustado por riesgo país).

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds de la Reserva Federal de EE.UU. En este caso se considera la tasa de las T-bonds a 10 años y se opta por el promedio de los últimos 10 años. En el periodo considerado, este rendimiento se ubicó en 2,15% anual.

<sup>7</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>8</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de real estate de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaran



Debe considerarse que al momento actual este rendimiento se ubica en torno a 1,7%, aunque hace algunos meses osciló entre 1% y 1,5% e incluso alcanzó valores menores al 1% hace no tanto. En este sentido, es de esperar que mientras se mantengan los efectos económicos del COVID-19 y la consiguiente expansión monetaria e incremento del crédito las tasas de interés se mantendrán bajas, por lo que el supuesto utilizado es conservador y busca penalizar al proyecto en la comparación de su rentabilidad.

En el caso del Equity Risk Premium se sigue a Damodaran que parte del equity risk de EE.UU y lo corrige por los riesgos inherentes a Uruguay (soberano y de renta variable). Por tanto, el ERP de Uruguay ya incluye el riesgo país y asciende a 6,56% en su última estimación de enero 2021.

El parámetro "beta unlevered" de Damodaran, para enero de 2021 se ubica en 0,64<sup>9</sup>, lo que indica que la inversión en el desarrollo de real estate tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 6,4%, la cual está en línea con la TIR estimada para los productos ofrecidos por el FF. Si bien esta comparación no debe ser considerada en sentido estricto, sirve a modo de comparación para tener una referencia que permita conformar un juicio acerca de la inversión. A su vez, es importante destacar que el entorno financiero global se muestra muy líquido y con baja rentabilidad esperada en el mundo desarrollado, lo que actúa en favor del proyecto en economías emergentes, sobre todo al reducir la rentabilidad esperada de otras inversiones alternativas. En lo que sigue, se realiza una comparación con otros activos financieros a modo de analizar costos de oportunidad para el inversor en el Fideicomiso Campiglia & Pilay con respecto a inversiones alternativas.

### **c. Inversiones alternativas**

Como forma de analizar su atractivo, el siguiente cuadro presenta el rendimiento anual promedio de diferentes opciones de inversiones financieras en los últimos cinco y diez años. Estas permiten aproximar los rendimientos de otros tipos de inversiones que eventualmente compiten en el mercado. Es importante destacar que se incluye solo una muestra y que las listadas ofrecen un balance riesgo/retorno distinto, cubriendo un menú de alternativas amplio. En particular, se consideran opciones asociadas a renta fija y variable en Mercados Emergentes, América Latina y Uruguay.

**Cuadro 10 – Rendimiento de inversiones financieras alternativas**

	Rendimiento anual en últimos	
	5 años	10 años
iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF	6,7%	5,6%
MFS Emerging Markets Debt Fund	7,0%	5,7%
Bono Global de Uruguay a 10 años	3,8%	4,1%
MSCI EM Latin America IMI	4,4%	-4,0%

De esta forma, como se aprecia en el cuadro, la comparación entre el Fideicomiso y las diferentes alternativas de inversión seleccionadas muestra que FF sería la inversión más rentable de acuerdo con los rendimientos de

<sup>9</sup>. Beta unlevered Real Estate (General/diversified)

estos en los últimos 5 y 10 años. En ambos periodos de tiempo, la opción del MFS Emerging Markets Debt Fund aparece como la segunda más atractiva con una TIR anual en dólares de 7,0% y 5,7%, respectivamente.

De forma análoga que, en la comparación anterior, la inversión en el Fideicomiso o en un instrumento financiero alternativo tienen sus respectivas ventajas y desventajas. Por un lado, las opciones financieras manejadas son sensiblemente más líquidas que el producto del Fideicomiso. Por otro lado, el Fideicomiso invierte en bienes tangibles mientras que las inversiones alternativas consideradas generalmente invierten en productos financieros intangibles.

En definitiva, y aunque la rentabilidad financiera no es el principal objetivo de la inversión analizada, el Sistema Pilay se compara de forma positiva 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 de la cartera que se está verificando, se considera que existe un riesgo medio-bajo y posible de ser controlado a tiempo. *Riesgo medio bajo*

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, el peso uruguayo y se consideran los correspondientes ajustes. 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. *Riesgo muy bajo.*

*En definitiva, 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 macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el FF Campiglia & Pilay I, y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que pueden incidir directamente en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

No obstante, lo anterior, se debe señalar que la particularidad del negocio de FF Campiglia & Pilay I reduce la relevancia del desempeño del mercado inmobiliario de vivienda como determinante del cumplimiento de las obligaciones del Fideicomiso Financiero debido a que estas suponen la entrega de una unidad habitacional de las características establecidas en el correspondiente contrato a cada inversores para su tenencia y ulterior propiedad.

En cuanto a las fuentes de información para la elaboración de esta calificación, CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadoradora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público.

Los documentos utilizados fueron:

- Research Uruguay; *“La demanda en el mercado inmobiliario”*; febrero de 2021. Investigación periódica que realiza Research Uruguay contratada por CARE, con el objetivo de analizar la demanda en el mercado inmobiliario. Desde el punto de vista metodológico consiste en la realización de una encuesta entre las personas que buscan o buscaron viviendas en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- Briq Analytics; *“Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario”*; febrero de 2021.
- Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; *“Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”*; marzo de 2021. Informe elaborado por los autores para CARE<sup>10</sup>.
- Uruguay XXI; *“Oportunidades de inversión en el mercado inmobiliario”*; diciembre de 2020.

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis de los mercados relevantes para Pilay II. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario de vivienda.

<sup>10</sup>. Los trabajos pueden solicitarse en [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)

## 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

La economía mundial enfrentó un shock negativo inédito durante el último año asociado a la pandemia desatada por el COVID-19. La irrupción del virus implicó el despliegue de importantes medidas de restricción a la movilidad de las personas para lograr enlentecer el ritmo de contagio del virus y limitar su propagación, cuya contracara fue un importante deterioro de la actividad económica con impactos asimétricos sobre los distintos sectores de actividad y sobre la población. A este respecto, el Fondo Monetario Internacional estima que la actividad económica mundial se contrajo 3,5% en 2020 y proyecta que ésta se recuperará a un ritmo anual de 6,0% en 2021, aunque de forma asimétrica entre países.

En respuesta a la profunda crisis económica, los gobiernos han desplegado políticas fiscales y monetarias extremadamente agresivas, que, no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que también han configurado un escenario financiero benigno para las economías emergentes. En este sentido, los elevados niveles de liquidez internacionales han derivado en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercanas a cero o incluso negativas- y un dólar que tiende a debilitarse a nivel mundial. Este escenario, que podría perdurar por varios años, implica un mayor flujo de liquidez a países emergentes.

### Gráficos 2 y 3 – Dollar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas



De todas formas, en tanto la incertidumbre aún continúa siendo en extremo elevada, existen riesgos a la baja y al alza que podrían impactar sobre la trayectoria de la recuperación. Por un lado, la evolución del virus podría implicar nuevos brotes con impacto negativo en la actividad (ej. Europa). En paralelo, la vacunación podría limitar este riesgo o incluso acelerar el proceso de recuperación en algunos mercados. Por otro lado, el escenario de bajas tasas de interés no permite descartar escenarios de estrés financiero o incluso de generación de burbujas en algunos activos.

En línea con lo anterior, Uruguay no escapa a las consecuencias sanitarias y económicas de la pandemia. En este sentido, luego de que la actividad económica evidenciara una contracción de 5,9% en términos anuales durante el último año, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que esta se recupere a un ritmo anual de 2,9% y 2,5% para 2021 y 2022, respectivamente. Esto implicaría que el país recién alcanzaría en 2023 los niveles de actividad previos a la pandemia

La irrupción de la pandemia obligó a las autoridades a desplegar medidas para mitigar el impacto adverso de la pandemia sobre los sectores de actividad y la población más afectada. En este sentido, el Gobierno dispuso de una serie de medidas de soporte fiscal que ascendieron a 1,3% del PIB, sumadas a un sistema de garantías crediticias que a marzo de 2021 garantiza préstamos por casi UD 700 millones. Asimismo, el Banco Central del Uruguay asumió una instancia expansiva de política monetaria<sup>11</sup> como forma de evitar restricciones en el mercado de dinero que podrían generar tensiones sobre la cadena de pagos<sup>12</sup>, al tiempo que tomó medidas para estimular el crédito en moneda nacional.

A pesar de las medidas implementadas, la caída de la actividad tuvo su correlato en el mercado laboral donde el empleo se vio fuertemente deteriorado. Esto es incluso más importante si se considera que la pandemia impactó sobre un mercado laboral que había experimentado una evolución negativa durante los últimos cinco años. La caída del nivel de empleo implicó un deterioro en los ingresos de los hogares, fenómeno que se vio reforzado por la caída en el salario, tanto en términos reales como en dólares. No obstante, como se verá a continuación esto no ha tenido un impacto, hasta el momento, en los precios de los inmuebles a nivel agregado, aunque es posible que haya restado dinamismo a las compraventas, al menos durante parte del 2020.

## 2. Mercado inmobiliario de vivienda

### 2.a. Evolución reciente y perspectivas

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros.

Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector Premium y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2018) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece a partir

<sup>11</sup>. Se debe considerar que en septiembre el Banco Central del Uruguay decidió cambiar de instrumento para el manejo de la política monetaria, volviendo al instrumento tasa de interés. Este cambio tiene como objetivo dotar de mayor transparencia al manejo de la política monetaria, anclar las expectativas de los agentes, lograr que la inflación converja al rango meta y en última instancia ayudar a la desdolarización de la economía.

<sup>12</sup>. Las rebajas de tasas de interés se tradujeron en menores costos para el acceso al crédito en el mercado financiero doméstico.

de mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina.

### ***i. Oferta de vivienda***

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o son la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas ya que más del 60% del stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, y por tanto es dable pensar que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc.

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social) en 2011, introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos.

En lo que respecta a la nueva oferta edilicia, las tipologías construidas refieren a torres de tipo mediana con ascensor y torre suntuaria según la nomenclatura utilizada por el INE; desplazando a las torres económicas. Análogamente, se observa un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda, responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas -las cuales se describen en el capítulo que analiza la demanda de vivienda-.

La merma de la construcción de torres económicas ha provocado una lenta recomposición de la oferta de vivienda para los sectores socioeconómicos que históricamente se financiaban con crédito del BHU. Dicho segmento de la demanda ha quedado mayormente desatendido y es de esperar que la nueva oferta se concentre en asistir el exceso de demanda existente en este nicho de mercado que evidencia un desajuste entre la oferta y la demanda. En tal sentido, la ANV ha promovido proyectos en el entorno de 18.000 viviendas, de las cuales alrededor de 11.000 han culminado las obras.

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios.

## **ii. Demanda por consumo e inversión**

Por su naturaleza, los activos inmobiliarios son un bien de uso y, al mismo tiempo, un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. En este sentido, los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población -y otros cambios de paradigma de carácter social-, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital internacionales. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, ahora se profundiza en cada caso.

### **ii.i. Factores que inciden en la demanda para uso**

#### **ii.i.i. Factores Sociales**

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan cambios sustanciales en los próximos 25 años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios en los determinantes del crecimiento natural o un saldo migratorio positivo. Precisamente, en los últimos años Uruguay ha recibido un número importante de inmigrantes, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI<sup>13</sup>. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

A su vez, existen otros drivers propios de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son:

- i)** el avance en la esperanza de vida;
- ii)** la creciente fragmentación del hogar;
- iii)** la disminución de la tasa de matrimonios;
- iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y;
- v)** la inseguridad. Todos estos elementos han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda y seguirán impactando en las preferencias de los hogares.

En el año 1990 los uruguayos vivían 73 años en promedio, mientras que, a la fecha, la esperanza de vida al nacer alcanza a 80 años en las mujeres y 73 en los hombres, según información publicada por la OMS. En el año 2011 el 24% de los hogares estaban habitados por una sola persona mientras que en 1996 era el 17% (Censos de Población y Vivienda). En el sentido inverso, en 1996, el hogar biparental con hijos alcanzaba al 40% de los hogares mientras que en el último Censo representó 28,5%. En lo que respecta a la fragmentación de

<sup>13</sup>. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

los hogares, Uruguay presenta la mayor proporción de hogares unipersonales de América Latina, evidenciando valores comparables con ciudades europeas, especialmente en Montevideo.

Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

Para cuantificar la demanda, se contrató los servicios de Research Uruguay. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: más del 70% de los entrevistados en la encuesta realizada, prefieren unidades que cuenten con 2 dormitorios o menos.



Fuente: Research Uruguay

Con respecto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda esté situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo. Adicionalmente, con respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores diferenciales a la hora de elección de una vivienda.

***En este sentido, el FF Campiglia & Pilay I no sólo atiende las modificaciones en la demanda de inmuebles por motivo de consumo al tratarse de unidades nuevas que se ajustan a los nuevos paradigmas sociales de la población, sino que el diseño del FF también le permite adaptarse a futuras modificaciones en la demanda de inmuebles (tanto de tipología como de ubicación) de forma de hacer frente a sus obligaciones de la mejor manera.***

### **ii.i.ii. Factores Económicos**

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, está evidenciando una caída después de un aumento sostenido a partir de la crisis económica y financiera del 2002. Esta caída está explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a la irrupción de la pandemia. Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó mayormente en los primeros meses luego de la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. En particular, la propensión a comprar bienes durables presentó una pronunciada caída durante este periodo.



## Gráfico 5 – Confianza del consumidor y de consumo en bienes durables



Fuente: Briq Analytics en base a SURA y UCU

A pesar de ello, durante el segundo semestre de 2020 las expectativas registraron una ligera mejora, con una importante recuperación -parcial con respecto a la caída-, lo que representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario por parte de las familias, de acuerdo a Briq Analytics, el crédito hipotecario parecería haber alcanzado un piso durante el primer semestre del último año. A partir de entonces, habría evidenciado una ligera recuperación en la cantidad de operaciones nuevas y en los montos de estas operaciones, destacándose la evolución durante los últimos meses del año. Al cierre del año, la cantidad nueva de créditos hipotecarios en Unidades Indexadas registró una caída 5,7% en términos anuales, aunque a dos velocidades dentro del mismo 2020.

## Gráfico 6 y 7 – Créditos hipotecarios en UI



Fuente: CARE en base a BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios para las familias, de acuerdo con información del BCU, al mes de diciembre del último año este ascendía 2.515 millones de dólares (caída de 3,3%) interanual, al tiempo que la morosidad

ascendió a 1,3% (con un aumento de 0,2 p.p. YoY).

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió a 4,7% para 2020, guarismo que se considera bajo para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el coeficiente crédito hipotecario/PIB en el Uruguay es reducido en relación con los países desarrollados y algunos países de la región.

De esta forma, es posible argumentar que el crecimiento del sector de vivienda se vería beneficiado de un mercado financiero más profundo y un mayor desarrollo del crédito hipotecario. A este respecto, el sistema financiero enfrenta restricciones debido al tamaño y composición de sus hojas de balance. En este sentido, estos no podrán incrementar en gran escala los créditos de largo plazo debido a que tendrían un problema de descalce de plazos entre sus operaciones activas y pasivas. Estos elementos constituyen cierta oportunidad para el Sistema Pilay.

Para los agentes demandantes de crédito hipotecario, algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son la posesión de ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$137.200 líquidos mensuales por núcleo familiar. Según datos del INE, este último monto es un 83% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano. Es interesante destacar que el incremento del ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito ocurre al mismo tiempo que las tasas de interés de los créditos se han venido reduciendo en los últimos años.

**Gráfico 8 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito de vivienda**



**Nota:** Préstamo a 25 años un UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BSE. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m<sup>2</sup>. La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Valores a pesos constantes de 2020. Fuente: Research Uruguay y Briq Analytics. Diciembre 2020.

**En este contexto, el FF Campiglia & Pilay I ofrece una alternativa novedosa de acceso futuro a la vivienda gracias a la particularidad de su forma de financiamiento, la cual permite a acceder a un bien inmueble a aquellos individuos demandantes sin las restricciones imperantes en el mercado de crédito hipotecario. De todas formas, debe tenerse presente que ambas alternativas tienen ventajas y desventajas, las cuales fueron analizadas en el Capítulo 4 de esta calificación.**

## ***ii.ii. Factores que inciden en la demanda por inversión***

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está principalmente determinada por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital.

Un factor cualitativo que afectó positivamente la demanda inmobiliaria por inversión en el país fue la inestabilidad del mercado financiero en Uruguay (crisis 2002) y en el mundo (crisis 2008). Con respecto a este último episodio, tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron reposicionando sus portafolios, considerando las relaciones riesgo-retorno de los activos globales y los activos domésticos, entre los que figuran los inmuebles.

Al día de hoy, las bajas tasas de interés a nivel internacional y la debilidad del dólar asociados a extraordinarios estímulos monetarios llevados adelante por la Reserva Federal de EE.UU. generaría condiciones favorables para el fortalecimiento de la demanda de inmuebles como inversión.

Esto se evidencia en la última encuesta realizada por Research Uruguay, donde el 15% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, el guarismo más alto desde que se realiza esta medición. De esta forma, podría argumentarse que los compradores por motivo de inversión han salido en búsqueda de oportunidades de negocio aprovechando la coyuntura.

## **iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres**

### ***iii.i. Evolución general de operaciones y precios***

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y no es útil para hacer un seguimiento de la coyuntura sectorial. Por este motivo es que se sigue la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado inmobiliario.

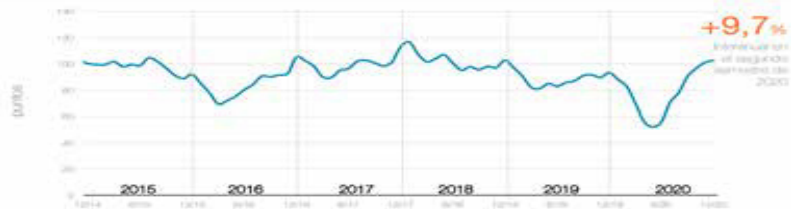
En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA, sumado al índice de operativa inmobiliaria elaborado por Briq Analytics permiten aproximar la coyuntura del sector inmobiliario casi a tiempo real. Este último se construye conjugando distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector: la recaudación de ITP, el número de avisos que dejan de estar publicados en la web y el nivel de créditos hipotecarios bancarios (cantidad de nuevas operaciones).

De acuerdo con este, luego de registrar un fuerte deterioro en las operaciones durante el primer semestre del último año (caída de 24% interanual), estas registraron una importante recuperación durante la segunda mitad del año (incremento de 9,7% interanual). De esta forma, una vez superado el impacto inicial asociado a la irrupción de la pandemia, el mercado inmobiliario habría recuperado rápidamente su nivel de operaciones previo a ello.

Con respecto a cada uno de los subíndices que conforman este indicador, tanto la recaudación del ITP como el volumen de crédito hipotecario y la cantidad de avisos que dejan de estar publicados en la web mostraron evoluciones positivas. En este sentido, mientras que la recaudación de ITP aumentó 23% en términos interanuales durante el segundo semestre del año, los créditos hipotecarios hicieron lo propio a un ritmo de 8% interanual. En

cuanto a los avisos clasificados retirados, por su parte, se registró un aumento durante el semestre que ascendió a 13% interanual. Esto último, sin considerar nueva oferta entrante, implicaría que estas operaciones fueron cerradas.

**Gráfico 9 – Índice sintético de operativa del mercado inmobiliario**



Fuente: Briq Analytics

Con respecto a cada uno de los subíndices que conforman este indicador, tanto la recaudación del ITP como el volumen de crédito hipotecario y la cantidad de avisos que dejan de estar publicados en la web mostraron evoluciones positivas. En este sentido, mientras que la recaudación de ITP aumentó 23% en términos interanuales durante el segundo semestre del año, los créditos hipotecarios hicieron lo propio a un ritmo de 8% interanual. En cuanto a los avisos clasificados retirados, por su parte, se registró un aumento durante el semestre que ascendió a 13% interanual. Esto último, sin considerar nueva oferta entrante, implicaría que estas operaciones fueron cerradas.

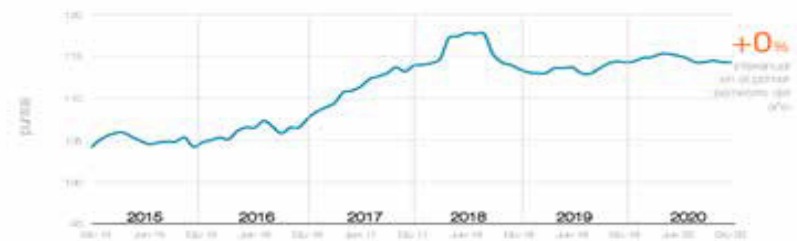


Fuente: Briq Analytics

La evolución del índice de operaciones de Briq Analytics se encuentra parcialmente alineada con la recuperación de la confianza de los consumidores y de cierta recuperación de la propensión a comprar bienes durables que la acompañó. En este sentido, Briq Analytics destaca que, si bien los hogares aún parecerían mostrar ciertos niveles de cautela, se estaría experimentando la concreción de decisiones que fueron postergadas debido al efecto de la pandemia.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Briq Analytics, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares ha permanecido estable durante el último año. De todos modos, informantes calificados del sector habían informado a CARE que muchas operaciones se habrían realizado validando precios en dólares menores.

**Gráfico 10 – Índice de precios de la vivienda en Montevideo, en dólares corrientes.**



Fuente: Briq Analytics

El mantenimiento de los precios en dólares habría llevado a un aumento sustantivo del precio medido en pesos constantes (UI), el cual refleja más la realidad del mercado inmobiliario que el expresado en dólares. Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial, basado en la idea de un activo financiero), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más directa con la unidad indexada que con el valor del dólar. Esto se debe a que, (i) la vivienda es un bien No Transable y por lo tanto se determina en el mercado doméstico y, (ii) aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables y que se transan en moneda local.

En el único momento donde el valor oscila de forma importante, es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como en 2002). Esto se debe a que, ante escenarios adversos, el precio del inmueble expresado en dólares reacciona más lentamente (a la baja) que el IPC o el IMS. Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI o en UR aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en los años 2015 y 2020, donde el dólar aumentó sensiblemente, pero los valores de transacción aún se mantuvieron en dólares corrientes. De todas formas, se debe tener en cuenta que el incremento del dólar del último año fue seguido de un período de estabilidad de la moneda, lo que ha logrado reducir paulatinamente el precio de la vivienda en unidades indexadas, aunque aún se encuentra por encima de su nivel previo a marzo de 2020.

**Gráfico 11 – Índice de precios de venta y de alquileres en UI, en Montevideo**



Fuente: Briq Analytics

Esta evolución de los precios de vivienda en unidades indexadas acentuó la ya existente brecha con respecto al precio de los alquileres. Si bien esta tendió a moderarse luego del overshooting cambiario de marzo, aún continúa en

niveles más elevados que previo a la pandemia. Esta importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de estos últimos desde la óptica del consumidor, en tanto se vuelven una opción más atractiva en términos relativos.

Se debe notar que en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo. En concreto, la evolución del número de hogares inquilinos en este departamento ha tenido un aumento sostenido desde 2016. Es posible argumentar que este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de las viviendas con respecto a aquellos de alquiler.

### **iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda**

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante el segundo semestre del último año, se espera que el mercado inmobiliario exhiba cierta estabilidad, en especial en cuanto a compraventa. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 que parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad sobre el cierre de 2020. Igualmente, la incertidumbre se mantiene elevada y la evolución de la actividad dependerá directamente de la evolución de la pandemia y el ritmo de vacunación.

La confianza de los consumidores evidenció recientemente una parcial recuperación que habría apuntalado la concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. De todos modos, se debe tener en cuenta que la caída del poder adquisitivo de los hogares, sumada a la elevada incertidumbre respecto a su recuperación podría impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores a futuro en tanto estos podrían mostrarse más cautelosos a la hora de asumir compromisos de largo plazo. No obstante, el relevamiento realizado por Research no muestra cambios relevantes entre aquellos que buscaron vivienda en los últimos tres meses y aquellos hogares que planean entrar al mercado en los próximos meses.

En contraposición, de persistir el debilitamiento del dólar a nivel internacional y su correlato en el mercado local esto podría amortiguar la caída del poder adquisitivo de los hogares. Esto sumado a las bajas tasas de interés podría impactar positivamente sobre las decisiones de compra de los demandantes. Esto es particularmente relevante en aquellas personas que miran al sector inmobiliario desde una perspectiva financiera, como resguardo de valor y generación de renta.

De todas formas, en una primera instancia es posible que los primeros efectos primen sobre los segundos, por lo que podría esperarse un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, en particular atendiendo la persistente divergencia en los precios de compraventa y alquiler. Por su parte, quienes estén buscando vivienda como inversión, seguirán presionando sobre el mercado inmobiliario al menos mientras las tasas de interés se mantengan bajas. Se ve también con cierta expectativa favorable una demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera de reciente implementación.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años. La disponibilidad de créditos hipotecarios de largo plazo podría ser un factor clave para dinamizar la demanda de vivienda.

### **3. Las políticas públicas**

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. La nueva administración de gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de ciertas modificaciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020.

Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios. Además, se ha flexibilizado el régimen de alquileres, en especial en lo referente a la garantía de acuerdo con la Ley 19.889, con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso de la población a la vivienda.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Los proyectos promovidos deben ser de más de 6,5 millones de dólares de inversión.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. Es importante señalar que este segmento no compite con el segmento atendido mayormente por el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

### 3. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados, aunque la incertidumbre relacionada al COVID-19 se mantiene. En este sentido, es importante resaltar que más allá de la disrupción durante 2020, el mercado parece ir recuperándose lentamente y que la demanda por el Producto Pilay se ha mantenido a pesar de la pandemia, adecuándose a las necesidades y posibilidades del mercado. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

**El riesgo de políticas públicas.** Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso, ya sea a través de subsidios a la oferta como a facilidades para concretar el arrendamiento. La aprobación de estímulos, la flexibilización de garantías de arrendamiento y la eliminación de topes asociados a los proyectos de Vivienda Promovida van en este sentido. A su vez, es posible que los esfuerzos de política adicionales se concentren en la población de menores ingresos, donde las necesidades de vivienda son más importantes y el acceso es sumamente restringido. *Riesgo 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 con el 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<sup>14</sup> de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

<sup>14</sup> **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo (Riesgo medio-bajo)**

**ANEXO I**  
**INFORME DE CONTINGENCIAS JURÍDICAS**

Montevideo, 6 de abril de 2021

Señores  
CARE Calificadora de Riesgos S.R.L.  
Presente.

Atención: Ing. Julio Preve

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 emitido el 11 de mayo de 2020, en el marco del proceso de actualización del dictamen de calificación de riesgo elaborado por ésta a los valores emitidos por el "Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I" (en adelante, "Fideicomiso Financiero").

### **1. Planteo de la cuestión**

Como se ha sostenido en anteriores oportunidades, 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 de las contingencias jurídicas relativas al Fideicomiso Financiero de análisis y los valores que el mismo emite, desde el último informe a la fecha.

## **2. Estado de las contingencias jurídicas**

En el informe anterior indicamos que, tras el dictado de Sentencia por el TCA en el expediente No. 405/2012, quedó firme y fuera de debate el acto administrativo en virtud del cual se reputó que la actividad de Pilay AFISA constituía un Fideicomiso Financiero, y que por otra parte, dicha sentencia anuló los actos administrativos que habían autorizado a Pilay Uruguay (entonces en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.) a funcionar como Administradora de Fondos de Inversión, inscripto dicha sociedad en el Registro de Mercado de Valores como Fiduciario Financiero, y registrado los Títulos de Deuda y Certificados de Participación a emitirse bajo el “Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I”, en tanto tales actos se habían otorgado antes de que Pilay AFISA concluyese la modificación de sus estatutos.

Posteriormente y habiendo quedado 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 la Resolución RR-SSF-2018-809, de fecha 21 de diciembre de 2018- 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, inscribiendo asimismo desde tal fecha la emisión de los títulos de deuda escriturales Serie I y los Certificados de Participación Serie I.

De conformidad con la información proporcionada, la Resolución de fecha 21 de diciembre de 2018 fue impugnada por Consorcio mediante los recursos de revocación y jerárquico, que fueron desestimados por la Superintendencia de Servicios Financieros y el Directorio del BCU, respectivamente. No surge que Consorcio haya presentado demanda anulatoria ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo, en atención a lo cual, la referida resolución de fecha 21 de diciembre de 2018, quedó firme.

Por tal razón, no existen a la fecha nuevos elementos de juicio para revisar la legalidad del proceso de registro llevado a cabo por el ente regulador y su aplicación temporal, que pueda impactar en la estructura bajo análisis.

Por su parte y del examen de las cuestiones judiciales informadas por los asesores jurídicos del emisor en su reporte anual, no encontramos que tales procesos puedan resultar una contingencia que impacte en la estructura del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

Sin perjuicio de los aspectos señalados, reiteramos lo manifestado en previos informes en el sentido de que, de acuerdo con la sistemática de la regulación del Mercado de Valores, es carga de los inversores o potenciales inversores, valorar en su globalidad los riesgos, beneficios y bondades del instrumento financiero que se ofrece invertir, con la información proporcionada y exigida al 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 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, appearing to be 'FR', written over a faint, light-colored circular stamp or watermark.

Dr. Federico Rocca