

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
DE CERTIFICADOS DE  
PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO  
FIDUCIARIO DEL  
FIDEICOMISO FINANCIERO PILAY  
M2**

*Montevideo, noviembre de 2022*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
39	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de Calificación Oferta Pública de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay.  
23 - noviembre - 2022**

<b>Fecha de Emisión:</b>	Julio 2021
<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay
<b>Fiduciario:</b>	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Importe de la emisión:</b>	Certificados de Participación Fideicomitentes B por hasta \$ 35.494.124.714 (pesos uruguayos) Certificados de Participación Fideicomitentes M2 por hasta \$ 33.365.455.200
<b>Plazo:</b>	30 años
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Aportes realizados por los Fideicomitentes M2 y aportes realizados por los Fideicomitentes B, los inmuebles adquiridos, construcciones y todo otro activo adquirido por o producido por el FF.
<b>Análisis jurídico de la calificación:</b>	Olivera Asociados
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de abril de 2023
<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 M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY con la calificación 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>. También, califica la posibilidad de obtener cierta rentabilidad para los inversores del Producto M2. La nota obtenida no representa una recomendación 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:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico cuyas principales conclusiones se recogen en el capítulo II y se adjuntó en la calificación original. En particular, al replicar la estructura jurídica de un instrumento ya validado por Banco Central del Uruguay y Tribunal de los Contencioso Administrativo no se advierten objeciones del punto de vista de la estructura jurídica elegida. Incluso, es importante destacar que en este FF se refuerza la gobernanza, agregando elementos de control adicionales a las funciones del Fiduciario.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero soporta una serie de comparaciones y escenarios, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto. A su vez, al igual que para la estructura jurídica, el "Producto Ladrillo" ya ha sido validado por el mercado en su antecedente directo. Este ha demostrado buenos niveles de aceptación, logrando viabilizar la tenencia de vivienda y ha demostrado resistir adecuadamente ante coyunturas económicas desfavorables. El lanzamiento comercial de este proyecto es reciente (marzo 2022) por lo que aún se encuentra en las etapas iniciales de su desarrollo y el ritmo de adhesión ha sido algo menor al previsto.
- Se agrega un nuevo Producto llamado M2 que permite al inversor (Fideicomitente M2) invertir en una Unidad de Referencia previamente establecida y obtener una renta variable que dependerá del método de enajenación de dicha Unidad. Esto abre el abanico de opciones de inversión y permite al Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay obtener liquidez para llevar adelante sus cometidos. Este producto también fue lanzado al mercado y constituye una novedad en el mercado inmobiliario.
- El Plan de Negocios prevé la construcción de hasta 14 mil apartamentos en un plazo de 30 años, en línea con el volumen de adhesiones que se estima en el Plan de Negocios y que recoge la evolución reciente de su antecedente directo (Campiglia & Pilay) en el "Producto Ladrillo". Cada edificio a construir será licitado en procesos competitivos. A su vez, se mantiene el mismo arquitecto proyectista, Arq. Alvaro Piña, quien trabajó en el FF que sirve de antecedente directo a este Fideicomiso. El primer edificio (Pilay Charrúa) ya se encuentra en construcción a la fecha de esta actualización.

<sup>1</sup>. Esta actualización debe analizarse en conjunto con la calificación original.

- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr su propósito de ofrecer a los Fideicomitentes B la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características descritas en los contratos. En concreto, el Producto Ladrillo ha demostrado ser una alternativa competitiva para el comprador con respecto a un crédito hipotecario (aunque la coyuntura actual es menos favorable) y permite que sujetos que no son pasibles de crédito o no cuentan con ahorro previo, puedan acceder a una vivienda. En contrapartida, ofrece una vivienda preestablecida, de las condiciones pactadas en contratos. A juicio de CARE, estos elementos son relevantes para evaluar el "Producto Ladrillo".
- El Producto M2 para el Fideicomitente M2 facilita el acceso a un activo con adecuada rentabilidad, con montos mínimos reducidos y es convertible en una unidad habitacional bajo determinados procesos. Desde la óptica de la Administración, este Producto permite adelantar la obra constructiva, ofreciendo un retorno al inversor variable que dependerá de la evolución del ICC y del mecanismo de enajenación de la Unidad.
- El proyecto se orienta, a diferencia de la experiencia anterior, hacia el segmento de un ambiente, con relativamente menos unidades dedicadas a opciones de uno y dos dormitorios. Si bien el segmento de monoambiente incrementa de forma significativa el público que podría acceder al FF, este segmento aún no ha sido testeado con un instrumento de este estilo. Esto podría constituir un riesgo, aunque otras orientaciones generales de la demanda coinciden con las previstas en este Fideicomiso Financiero, de acuerdo a los informes del mercado inmobiliario contratados por CARE.
- A la fecha de esta actualización, el mercado inmobiliario se ha reactivado luego de la crisis sanitaria y económica de 2020-2021. Si bien los ingresos de los hogares y la confianza del consumidor aún se mantienen retraídas, el impulso del crédito y el abaratamiento relativo del dólar han dado un impulso al mercado de vivienda. Esto se refleja con un incremento de la transaccionalidad.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, se confirma la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda en este segmento. En particular, cambios al régimen de vivienda promovida (topes de alquiler y precios), junto a nuevos anuncios recientes sobre normas técnicas y planes de vivienda apuntalan los estímulos a la oferta inmobiliaria.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY".

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. No obstante, 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. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, 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 pre-acordada y de los Fideicomitentes M2 de obtener una rentabilidad adecuada por sus aportes, eventualmente pudiendo acceder a una propiedad. En definitiva, la nota sigue, entre otros criterios, las características del producto ofrecido y el cumplimiento de los objetivos de los tenedores de certificados de participación. Para esto, se incorporan varios análisis comparativos que permiten analizar en qué medida el plan de negocios previsto cumple los objetivos de ambos tipos de Fideicomitentes.

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 Ec. Santiago Rego, el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve.

La vigencia de la calificación es 30/04/23<sup>2</sup>.

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

## 2. Antecedentes generales y características del negocio

- El objetivo del Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY es dual, en tanto existen dos tipos de Fideicomitentes que adquieren certificados de participación. Por un lado, los Fideicomitentes B buscan obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional pre-acordada, se trata de un perfil de demanda por consumo del bien vivienda. El Fideicomitente B accede a una unidad luego del pago de una (1) cuota suscripción y doscientos cuarenta (240) cuotas mensuales llamadas Cuotas Espera o Cuotas Tenencia<sup>3</sup>, las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)<sup>4</sup> o una paramétrica que también aproxima la evolución del costo de la construcción. 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 quién se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.
- Por otro lado, los llamados Fideicomitentes M2 integrarán dinero al fideicomiso adquiriendo Certificados de Participación que dan derecho a obtener una rentabilidad sobre una cantidad determinada de metros cuadrados de una Unidad de Referencia. El mínimo a invertir es el equivalente a medio metro cuadrado del costo de la unidad, ampliando la base de potenciales inversores con mínimos reducidos. Su retorno dependerá directamente del resultado final de la enajenación de la unidad elegida, pudiendo, bajo algunas circunstancias, volverse propietarios de la unidad de referencia. Este tipo de Fideicomitente tiene un claro perfil inversor, buscando cierta rentabilidad sobre sus aportes.
- La Administración está a cargo de Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A, una compañía con amplia experiencia en este tipo de operaciones en el mercado local, contando con un antecedente directo en el Fideicomiso Campiglia & Pilay I. Es importante destacar que tanto la estructura jurídica como el modelo de negocios han funcionado correctamente, cumpliendo con los objetivos previstos y siendo calificados con grado inversor por parte de CARE. A su vez, el modelo de negocios ha sorteado con relativo éxito el contexto de crisis sanitaria, manteniendo altos niveles de adhesión y morosidad reducida. También es de orden señalar que el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I ha dejado de comercializar contratos nuevos en 2019 en vistas de la creación de este nuevo Fideicomiso.
- El instrumento ofrecido por M2 Pilay Uruguay, incorpora, a diferencia de su antecedente directo, una porción sustancial de unidades de un ambiente. Esto permite extender significativamente el público potencial del Fideicomiso, tanto en sus opciones Ladrillo cómo M2. Si bien este es un segmento de mercado que aún no ha sido testeado por instrumentos de estas características, como se muestra más adelante, esta forma de acceso a la vivienda aparece como una alternativa competitiva respecto al préstamo hipotecario, considerando los supuestos incluidos en el Plan de Negocios de M2 Pilay Uruguay y a pesar de la coyuntura macroeconómica actual, más propicia para el desarrollo del crédito

<sup>3</sup>. La obligación de abonar la Cuota Espera o Cuota Tenencia depende de la tenencia o no de una unidad habitacional por parte del individuo de acuerdo a las condiciones estipuladas en el contrato. Adicionalmente se puede optar por un paquete de mejoras de equipamiento para el inmueble que es abonado a través de un incremento marginal sobre las doscientos cuarenta (240) cuotas a pagar por el fideicomitente.

<sup>4</sup>. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

hipotecario. En este sentido, esta coyuntura podría implicar desafíos en la comparación de las distintas alternativas, en especial para las tipologías constructivas más grandes de uno y dos dormitorios.

### 3. Hechos Salientes del período

- El Fideicomiso ha comenzado a comercializar los dos tipos de productos. En el caso del Producto Ladrillo, a mayo de 2022 se registran 125 Fideicomitentes B con algo más de 140 contratos. En el caso de los Fideicomitentes M2, el informe PAPA realizado por Auren registra 25 Fideicomitentes con 28 contratos activos a mayo 2022. De acuerdo a información proporcionada por el Fiduciario, la cadencia de ventas es algo menor a la prevista producto de la menor inversión en comunicación y publicidad. De todas formas, la publicidad comenzó en los últimos meses, por lo que se esperan resultados para el futuro próximo.
- Se ha comenzado el Proyecto Pilay I (Proyecto Charrúa), firmando un contrato con la constructora Norte. Este proyecto prevé la construcción de 69 monoambientes en el Centro de Montevideo. El costo del terreno ascendió a USD 650 mil. El informe PAPA a mayo 2022 no registraba avances de obra. Asimismo, no se registran adjudicaciones dado que las primeras series no se han terminado de constituir.

### 4. Información analizada<sup>5</sup>

- Informes de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 30/05/2022 (Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados - PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN al 30 de junio 2022.
- Flujo de Fondos al 30 de septiembre de 2022.
- Informe Comercial a octubre 2022.
- Brochure de Proyecto Charrúa.
- Estados Financieros Intermedios del FF M2 PILAY URUGUAY al 30 de junio de 2022 con Informe de Revisión Limitada.
- Estado Financiero intermedio del Fideicomiso al 30 de setiembre de 2022
- Estado Financiero intermedio de Pilay AFISA al 30 de junio de 2022
- Calificación de Riesgo del FF CAMPIGLIA & PILAY I (abril 2022)
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay (setiembre 2022).
- Informe sectorial del mercado de vivienda a octubre del 2022 elaborado por Ec. Mayid Sader y Ec. Serrana Calvete
- Calificación original realizada por CARE

<sup>5</sup> CARE aún debe recibir la documentación definitiva a confeccionarse antes de la emisión



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

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

#### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY

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

**Entidad**

**Representante:** Bolsa Electrónica de Valores - BEVSA

**Títulos emitidos**

**y a emitirse:** Certificados de participación.

**Activos del**

**Fideicomiso:** Son activos del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes M2; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados.

**Moneda de**

**los CP:** Pesos uruguayos.

**Importe de**

**la Emisión:** Certificados de Participación para los Fideicomitentes M2 por hasta \$33.365.455.200 y hasta \$ 35.494.124.714 reajustables los Certificados de Participación Fideicomitentes B.

**Calificación de**

**Riesgo (de los**

**certificados de**

**participación):**

BBB.uy, Grado inversor mínimo

#### 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico que compone esta calificación recorre varios elementos que hacen a la estructura legal y su adecuación regulatoria, reflejando los derechos y obligaciones de las partes en el marco del Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY. Este documento jurídico se incluye como anexo a esta calificación. Sin embargo, a continuación, se destacan las principales conclusiones.

En primer lugar, y luego de haber analizado el Proyecto de Prospecto de Emisión del Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> Pilay Uruguay y sus Anexos, el Proyecto de Contrato de Fideicomiso Financiero y el Memorandum de entendimiento entre Pilay AFISA y Banco Santander S.A., el análisis jurídico señala que el Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY replica la estructuración jurídica

del Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I y, por tanto, se encuentra validada tanto por el Banco Central del Uruguay como por el Tribunal de lo Contencioso Administrativo. En este sentido, no existen objeciones del punto de vista de la estructura jurídica elegida, tanto en sede administrativa (regulador) como en el ámbito jurisdiccional.

Asimismo, si bien los documentos revisados contemplan de forma adecuada los derechos y obligaciones que el inversor tendrá con el Fideicomiso, así como los roles y actividades que el Fiduciario deberá desarrollar en cada caso para la ejecución del mandato fiduciario, estableciendo el régimen de responsabilidad que como tal tendrá en el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso, es relevante destacar algunos elementos que se introducen en este FF.

En particular, el Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY refuerza la gobernanza del Fideicomiso al introducir la figura del Comité de Vigilancia, en línea con las actuales prácticas en materia de gobernanza de fideicomisos financieros de oferta pública. Este Comité de Vigilancia busca servir de control a las actividades que desarrolla el Fiduciario, en especial las actividades previstas en el artículo 184.4 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores. Además de estas, en este caso se agrega la potestad de “evaluar y considerar aquellas operaciones que impliquen un endeudamiento que utilice como respaldo el Patrimonio Fiduciario.” El informe jurídico resalta este elemento en tanto, **“este agregado es relevante considerando que el Fiduciario tiene la potestad de invertir los fondos aportados por los Fideicomitentes a efectos de rentabilizar y mantener actualizados los Fondos Líquidos, lo que incluye la facultad de invertir en cualquier otro fideicomiso administrado por el Fiduciario.”**

En otro orden, el Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY introduce un nuevo Fideicomitente denominado M2, que adquiere Certificados de Participación (CPM2) que equivalgan al valor de los metros cuadrados sobre los cuales desee invertir en una Unidad de Referencia, con un mínimo del valor de ½ metro cuadrado. Por estos, espera recibir un retorno que dependerá del destino de la Unidad de Referencia. En relación a esta nueva figura en la estructura del Fideicomiso, el análisis jurídico concluye:

**“Este Fideicomitente, sin perjuicio de que en determinadas circunstancias puede optar por hacerse de un inmueble mediante los mecanismos previstos en el contrato de Fideicomiso, tiene una participación de tipo inversión inmobiliaria, buscando en consecuencia, obtener un retorno por su integración de fondos al fideicomiso. La forma en la que está estructurada la percepción por los Fideicomitentes M2 del retorno por su inversión, permite entender que tal percepción está asociada en definitiva a la suerte de la Unidad de Referencia, en tanto dependiendo de a quién se le traslade el dominio, determina la oportunidad y forma de cobro del Fideicomitente M2, tratándose entonces de un instrumento de renta variable. Siempre que el retorno de la inversión al Fideicomitente M2 se produzca bajo tales parámetros, no existen apartamientos a la normativa jurídica en materia de actividad financiera.”**

Por todo lo anterior, el informe jurídico concluye que:

***“Puede afirmarse que la estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad que el Fideicomiso Financiero se propone realizar. Dicho lo anterior, corresponde que el BCU se expida sobre el Fideicomiso bajo análisis, y en caso de no tener observaciones o ser las mismas subsanadas, inscriba al Fideicomiso en su Registro de Emisiones y Valores de oferta pública, previo a la inscripción del Fideicomiso Financiero en el Registro Público correspondiente.”***

### **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. Dado que este FF replica un instrumento ya validado por el BCU y ratificado por el TCA, se concluye que el riesgo jurídico de estructura es considerado bajo. *Riesgo bajo.*

**Riesgo por iliquidez.** La posibilidad de salir de los títulos ante eventuales situaciones de estrés constituye un atributo favorable del instrumento. 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. *Riesgo medio.*

### III. LA ADMINISTRACIÓN.

Las características de la emisión hacen necesario analizar los signatarios del contrato del fideicomiso denominado **"Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay"**.

Estos son: Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión SA (Pilay AFISA) en calidad de administradora fiduciaria y emisora; Alvaro Héctor Piña (Proyectista) y la Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA) como Entidad Representante. En el caso de esta última, dada su reconocida trayectoria en plaza y el rol específico asignado en esta operación hacen innecesario tal análisis.

#### **1. Pilay Uruguay AFISA Administradora de Fondos de Inversión (Fiduciaria)**

Es la fiduciaria y entidad registrante. 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.

La Fiduciaria, es persona jurídica hábil y vigente, con estatutos aprobados por Auditoría Interna de la Nación el 3/5/2007, protocolizados el 10/5/2007 con el N° 11924. Por Acta de Asamblea de fecha 10/8/2009 se resolvió la modificación del estatuto de la referida sociedad, reformando su razón social a la actual, lo que aprobara la Auditoría Interna de la Nación el 23/2/2010.

Según surge de sus estatutos la representación de la sociedad la ejerce el Presidente o Vicepresidente indistintamente o dos directores actuando conjuntamente. Según acta de fecha 2/3/2020 se designó a Javier Agustín Vigo Gasparotti como Presidente del Directorio, cuyo cargo se encuentra actualmente vigente. Integran, además el directorio de la firma, Ma. De Los Angeles Dichino Trento, como Vicepresidente; Ma. Gabriela Añón y Javier Vigo Leguizamón.

#### **Antecedentes**

Pilay Uruguay AFISA comercializa en Uruguay el denominado Sistema Pilay creado por la empresa Pilay S.A en la ciudad de Santa Fe, Argentina, en 1985. En Argentina, el Sistema Pilay ha dado satisfacción a más de 30 mil clientes distribuidos entre Rosario, Santa Fe, Córdoba y Paraná.

En setiembre de 2009 los accionistas de Pilay S.A. deciden exportar su sistema a Uruguay realizando, tal cual su modo de operar fuera de su lugar de origen, una alianza estratégica con Campiglia Construcciones, grupo constructor de larga trayectoria y sólida reputación en el país. En este caso se utiliza como vehículo para el desarrollo de la operatoria un fideicomiso financiero denominado Campiglia Pilay y para administrarlo se constituye la firma Pilay Uruguay AFISA. En el año 2021, llevaba construidos más de 340 departamentos, por un valor superior a USD 55 millones y una cartera total de más de 2.400 contratos, siendo éste el antecedente más relevante. Vale decir que la fiduciaria se crea con el objeto de desarrollar aquel fideicomiso al que ahora se le agrega esta segunda operación.

## Situación económica y financiera

En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados intermedios al 30/06/2022 y su comparativo con periodos anteriores.

<b>Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial</b>			
En miles de \$	30-jun.-22	31-dic.-21	31-dic.-20
<b>Activo</b>	<b>54.949</b>	<b>110.463</b>	<b>33.457</b>
Activo Corriente	25.133	68.014	9.394
Activo no Corriente	29.816	42.449	24.063
<b>Pasivo</b>	<b>11.602</b>	<b>77.004</b>	<b>1.818</b>
Pasivo Corriente	11.602	75.942	834
Pasivo no Corriente	-	1.062	984
<b>Patrimonio</b>	<b>43.347</b>	<b>33.460</b>	<b>31.639</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>54.949</b>	<b>110.463</b>	<b>33.457</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,17</b>	<b>0,90</b>	<b>11,26</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Su situación patrimonial al término del primer semestre de 2022 no merece observaciones.

<b>Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados</b>			
En miles de \$	30-jun.-22	30-jun.-21	31-dic.-21
<b>Ingresos de actividades</b>	<b>29.611</b>	<b>8.976</b>	<b>64.344</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>29.611</b>	<b>8.976</b>	<b>64.344</b>
Gastos de adm y ventas	(11.755)	(1.679)	(58.339)
Resultados diversos	(560)	(1.465)	(20.923)
Resultados de inv. y financ.	1.439	468	1.031
<b>Res. Antes de impuestos</b>	<b>18.735</b>	<b>6.299</b>	<b>(13.886)</b>
Impuesto a la renta	(8.848)	(1.755)	(137)
<b>Resultado Neto</b>	<b>9.887</b>	<b>4.544</b>	<b>(14.023)</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Al cierre del semestre los resultados son positivos.

En función de lo mencionado líneas arriba, particularmente por sus antecedentes en el satisfactorio desarrollo del primer fideicomiso, se concluye que Pilay Afisa está capacitada para administrar ambas operaciones.

## 2. El Proyectista

Álvaro Héctor Piña es el profesional encargado de elaborar los anteproyectos y proyectos de las Obras a construirse y/o refaccionarse. Tal rol podrá desempeñarlo a título personal o a través del estudio Arquitecto Piña y/o en su caso la sociedad que pueda constituir el precitado arquitecto.

El Arquitecto Piña integra el Directorio de Tecnorel SA (forma parte del grupo Campiglia de reconocida trayectoria en el medio en el sector de la construcción), empresa signataria del Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I y responsable de la construcción de las unidades ofrecidas en dicha operación. Vale decir, está totalmente familiarizado con el sistema Pilay y acredita una amplia experiencia en el sector de la construcción de viviendas. Fue, además, fideicomitente en el fideicomiso de referencia demostrando su

compromiso con el mismo (al igual que en este caso como fideicomitente inicial). Es decir, sus antecedentes relevantes están totalmente asociados al desempeño, hasta ahora exitoso, del fideicomiso antecesor del que nos ocupa en esta oportunidad.

En conclusión, no se advierten riesgos en el rol asignado al proyectista.

### 3. El Fideicomiso

El Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay fue constituido bajo el régimen de fideicomiso financiero e inició actividades el 1ero de enero de 2022. Fue aprobado por el BCU el 24/11/2022 e inscripto en el Registro Nacional de Actos Personales el 8/12/2021 con el No. 47.150.

El 15/02/2022 la Fiduciaria en representación del Fideicomiso firmó un contrato de Compromiso de Compraventa por un terreno de 862 m2 para construir lo que será el Edificio PILAY M2 I por USD 650 mil.

Los CP's emitidos al 30/09/2022 (comprendiendo ambas modalidades B y M2) alcanzaron un valor nominal de \$ 61.3 millones; el ajuste contractual al cierre del período informado fue de \$ 1.7 millones.

El Comité de Vigilancia fue contratado el 5/4/2022 y empezó sus funciones a partir del 1/5/2022.

En los cuadros siguientes se exponen el estado de situación y resultados del Fideicomiso luego de sus primeros 9 meses de actividad.

**Cuadro 3: Pilay M2 - Estado de Situación**

En miles de \$	30-sep.-22
<b>Activo</b>	<b>47.152</b>
Activo Corriente	15.977
Activo no Corriente	31.175
<b>Pasivo</b>	<b>36.299</b>
Pasivo Corriente	36.299
Pasivo no Corriente	-
<b>Patrimonio</b>	<b>10.853</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>47.152</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,44</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

**Cuadro 4: Pilay M2 - Estado de Resultados**

En miles de \$	30-sep.-22
Ingresos operativos	959
Egresos operativos	(51.422)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>(50.464)</b>
Resultados financieros	(1.235)
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>(51.699)</b>
Impuesto a la renta	(56)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>(51.755)</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Los resultados negativos son consistentes con la fase inicial de un proyecto de estas características y cuyas operaciones se describen en otra sección de este informe.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa fiduciaria está autorizada desde el año 2011 por el Banco Central de Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. Este riesgo fue despejado por el propio regulador al validar su legalidad. *Riesgo bajo.*

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de Pilay Uruguay Afisa y del Proyectista. En virtud de todos los análisis practicados; teniendo presente su reputación y antecedentes en los medios en los que ambos actúan, 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 del Proyectista, 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 por cambio de fiduciario** está previsto en los casos correspondientes que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados. *Este riesgo se considera casi nulo.*

## IV EL ACTIVO SUBYACENTE

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

De acuerdo al contrato de Fideicomiso Financiero el objeto principal del “Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay” es la inversión, compra y/o construcción y/o refacción y/o alquiler de inmuebles. Para ello, se emiten Certificados de Participación para los Fideicomitentes que nutren el Patrimonio Fiduciario y permiten al Fideicomiso desarrollar su actividad objetivo. Desde el punto de vista de los Fideicomitentes, el Fideicomiso ofrece dos tipos de productos: Fideicomitentes B (producto Ladrillo) y Fideicomitentes M2, citados previamente y cuyas características se detallan en esta sección.

Tal como se describió en la calificación original, el Producto Ladrillo (Fideicomitentes B) permite acceder a un apartamento luego del pago de una (1) cuota suscripción y doscientos cuarenta (240) cuotas mensuales llamadas Cuotas Espera o Cuotas Tenencia<sup>6</sup>, las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)<sup>7</sup> o una paramétrica incluida en el prospecto que también reproduce la evolución del costo de la construcción. Las unidades serán otorgadas de acuerdo con un sistema de puntaje o de adelantos dinerarios realizados por cada uno de ellos, ambos mecanismos exhaustivamente descritos en el Prospecto de Emisión. Es importante señalar que a la fecha de esta actualización los primeros fideicomitentes B que se sumaron al Fideicomiso han adelantado 60 cuotas al ingreso, de acuerdo a información provista por el Administrador.

Por otra parte, el Producto M2 permite invertir en el Fideicomiso para obtener una rentabilidad que será variable dependiendo el destino de los inmuebles. Para ello, a través de Certificados de Participación, el inversor adquiere una determinada cantidad de metros cuadrados de una unidad de referencia a precio de costo para luego obtener una rentabilidad al momento de enajenación del inmueble. Adicionalmente, el Fideicomitente que adquiera este tipo de participación (Producto M2) cuenta con la opción de solicitar el inmueble para uso propio bajo determinadas condiciones. Es importante notar que estas alternativas se detallan en el Contrato del Fideicomiso.

En cuanto a la evolución comercial de ambos Productos, la información auditada por AUREN a mayo de 2022 registra la existencia de 125 Fideicomitentes B con 140 contratos activos, al tiempo que existen 25 Fideicomitentes M2 con 28 contratos activos. De acuerdo al propio Administrador, la adhesión está siendo algo más lenta a la esperada producto de una menor inversión en publicidad y comunicación. Según información comercial a octubre 2022, la cantidad de Fideicomitentes del Producto M2 superaba las 50 personas.

Es importante resaltar que el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay no asume un compromiso sobre la rentabilidad de los aportes de los Fideicomitentes, sino que tiene como objetivo principal proveer una vivienda de determinadas características o generar una rentabilidad a los Fideicomitentes M2 que será variable dependiendo las condiciones del mercado. Por lo tanto, con el objetivo de analizar económicamente el producto ofrecido por el Fideicomiso, CARE realizó dos análisis complementarios que abordan el atractivo del FF desde diferentes perspectivas para comparar los productos

<sup>6</sup>. La obligación de abonar la Cuota Espera o Cuota Tenencia depende de la tenencia o no de una unidad habitacional por parte del individuo de acuerdo a las condiciones estipuladas en el contrato. Adicionalmente se puede optar por un paquete de mejoras de equipamiento para el inmueble que es abonado a través de un incremento marginal en el costo de las doscientos cuarenta (240) cuotas a pagar por el fideicomitente.

<sup>7</sup>. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.



ofrecidos por el Fideicomiso con otras alternativas relevantes (motivo consumo para los Fideicomitentes B o inversión para los Fideicomitentes M2).

De esta forma, para los primeros se estima y compara el costo de acceso a la unidad habitacional a través del sistema del FF M2 Pilay Uruguay con la alternativa de hacerlo a través de un crédito hipotecario. En cuanto a los segundos (Producto M2), se estima y compara la Tasa Interna de Retorno esperada de la inversión en el FF con respecto al costo de oportunidad del capital. Esto tiene como objetivo evaluar el atractivo del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay a la luz del costo de oportunidad de la inversión. Los resultados de estos análisis se presentan más adelante.

Previo al análisis de las alternativas bajo los distintos enfoques, es relevante destacar algunos elementos vinculados al Producto bajo análisis. Por un lado, este tiene una naturaleza diferente a otros Fideicomisos inmobiliarios, en tanto, una parte de los Fideicomitentes adhieren con el objetivo de obtener una vivienda cumpliendo con los procesos estipulados y abonando las cuotas correspondientes. En este sentido, está previsto que los Fideicomitentes B puedan vender sus participaciones, mitigando potenciales riesgos de mora o impago de cara al Fideicomiso Financiero y permitiendo una salida al Fideicomitente ante situaciones inesperadas. Del lado del Producto M2, si bien la rentabilidad estaría sujeta a la adjudicación de las unidades a Fideicomitentes B (u otros M2), en caso de no concretarse esta posibilidad existen algunos otros procesos alternativos como la propia compra por parte del Fideicomitente M2, o la posibilidad de enajenar o arrendar la unidad a un tercero sin previa participación en el Fideicomiso. Por tanto, los escenarios de salida posibles para el Fideicomitente M2 son diversos.

Por último, antes de ingresar en la actualización de la evaluación de los productos ofrecidos, es importante realizar algunas puntualizaciones. Por un lado, el objetivo y estructuras aquí analizadas guardan estrecha relación con el Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I, que ha tenido un buen desempeño en relación con sus objetivos y ha sido evaluado con grado inversor por parte de CARE. Sin embargo, el producto aquí propuesto está orientado a la construcción de viviendas más pequeñas, con más del 70% de las unidades a construir previstas como monoambientes. En efecto, el Proyecto Pilay I (Proyecto Charrúa) que ha comenzado en 2022 es el primer inmueble a construir<sup>8</sup> por parte del Fideicomiso y consta de casi 70 unidades, todas estas de un ambiente.

Por otro lado, respecto al desarrollo del Fideicomiso Financiero, el Plan de Negocios y desarrollo financiero prevé alcanzar 2.700 adherentes al FF como Fideicomitentes B, de los cuales se espera que 66% lo hagan por la opción Monoambiente a los cinco años de iniciada la operación. En este sentido, el desarrollo financiero planteaba la adhesión de 45 Fideicomitentes por mes, ritmo que no se ha alcanzado a la fecha de esta actualización.

<sup>8</sup> Se ha comenzado el Proyecto Pilay I (Proyecto Charrúa), firmando un contrato con la constructora Norte. Este proyecto prevé la construcción de 69 monoambientes en el Centro. El costo del terreno ascendió a USD 650 mil. El Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordado (PAPA) a mayo 2022 no registraba avances de obra.

## 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 (Fideicomitente B), 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, así como la de un ambiente- 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. Esta comparación permite evaluar coyunturalmente las opciones y no debería ser considerada como una relación sistemática entre las variables, pudiendo estar influenciada por aspectos temporales. La relevancia 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 M2 Pilay Uruguay o explícita para el préstamo bancario. Es de notar que este ejercicio se realizó para la calificación original y replica el análisis de las actualizaciones del Fideicomiso antecesor al FF M2 Pilay Uruguay que CARE ha calificado con grado inversor

<sup>9</sup>. No obstante ello, en línea con la baja de las tasas de interés a nivel local y la apreciación del peso uruguayo, los requisitos para acceder a un préstamo hipotecario se relajaron en los últimos meses. En concreto, el peso uruguayo registró una apreciación ligeramente por encima del 6% durante este periodo, al tiempo que las tasas de interés en Unidades Indexadas se redujeron en 1 punto porcentual. En suma, los requisitos de ingresos líquidos mínimos para acceder a un crédito hipotecario evidenciaron una reducción nominal que en promedio asciende a UYU 18.000 para las tipologías de construcción consideradas para los plazos en análisis, lo que supone una caída nominal del 15% en los requerimientos de ingresos. A pesar de ello, es importante señalar que solamente una porción menor de la población total logra acceder a ellos (ver capítulo cinco).

<sup>10</sup>. De todas formas, la estructura familiar de estos hogares podría generar una demanda de consumo por inmuebles que no esté alineada con la oferta constructiva del FF, en especial en estas primeras etapas enfocadas en la tipología de un ambiente.

<sup>11</sup>. Considerando los ingresos sin valor locativo. En caso de considerar los ingresos con valor locativo, durante el primer semestre del corriente año el 27% de los hogares registraron ingresos mayores a UYU 111.000 a precios de noviembre de este año.

<sup>12</sup>. Lo cual pretende ser una comparación más equitativa con respecto al producto ofrecido por el Fideicomiso, en tanto amplía la población que podría llegar a acceder a un préstamo hipotecario. No obstante ello, debe tenerse presente que incluso estas opciones podrían presentar restricciones de acceso, en tanto el ingreso líquido mínimo requerido para un crédito hipotecario con un plazo a 20 años asciende aproximadamente a UYU 74.000, UYU 91.000 y UYU 128.000 para la opción de un ambiente, un dormitorio y dos dormitorios, respectivamente.

El Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay 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 la tenencia del inmueble a los 5, 10, 15 y 20 años. En segundo lugar, sobre la opción del crédito hipotecario, se debe tener presente que el ingreso líquido requerido como contraparte muchas veces es tan elevado que no permite a esta opción ser competitiva<sup>9</sup>. Este requerimiento se vuelve cada vez más importante cuanto menor sea el plazo solicitado para el financiamiento y cuanto mayor sea el valor a financiar, el cual depende del valor del inmueble y de los ahorros previos del prestatario. De esta forma, no se consideran plazos de crédito menores a 10 años por ser una opción poco realista para el público objetivo.

En efecto, los ingresos líquidos mínimos requeridos para acceder a un crédito hipotecario con un plazo a 10 años que financie la adquisición de una unidad habitacional asimilable a aquellas ofrecidas por el fideicomiso asciende a \$111.000, \$136.000 y \$190.000 para la opción de un ambiente, un dormitorio y dos dormitorios, respectivamente. A modo de referencia, de acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares, durante el primer semestre del corriente año sólo el 22% de los hogares<sup>10</sup> contaba con ingresos líquidos<sup>11</sup> superiores a \$111.000 a precios de noviembre de este año. Entre los que sí superan este umbral, sólo el 75% y 50% tenía ingresos líquidos mensuales superiores a \$128.000 y \$154.000, respectivamente (17% y 11% del total de hogares del país, respectivamente).

En última instancia, se entiende que el segmento de la población antes descrito no constituye el grueso del público objetivo al cual apunta el Producto Ladrillo. Teniendo lo anterior 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 M2 Pilay Uruguay con el costo asociado a un crédito hipotecario a un plazo de 15 o 20 años<sup>12</sup>.

**Cuadro 5 – Comparación del M2 Pilay vs Crédito Hipotecario**

	Valor Presente Neto*		
	Pilay II Promedio	BHU** 15 años	20 años
Un dormitorio	8.206.847	6.140.511	7.225.524
Dos dormitorios	11.094.057	8.623.575	10.147.337
Un ambiente	5.619.759	5.007.729	5.892.583

\* 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, con la excepción del monoambiente, la opción del FF M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY resulta menos ventajosa en términos de Valor Presente Neto (menor VPN) que solicitar un crédito bancario con un plazo de 15 o 20 años, en esta actualización. Sin embargo, como se verá más adelante, esto estaría estrechamente vinculado con la particular coyuntura actual de tasas de interés aún bajas en el mercado hipotecario y la apreciación del peso uruguayo. Por otro lado, desde la óptica financiera, la tipología de construcción de un ambiente aparece como una opción intermedia a solicitar un préstamo hipotecario a 15 o 20 años..

Adicionalmente, no debe perderse de vista que la comparación anterior era beneficiosa para el Producto Ladrillo en la calificación original. En este sentido, el escenario macroeconómico es especialmente complejo para el FF: la importante apreciación del peso uruguayo, sumado a la caída de las tasas de interés a nivel local, supone un escenario propicio para el desarrollo de los créditos hipotecarios<sup>13</sup>. Por otra parte, también se debe tener presente que los adherentes al Fideicomiso pueden no ser sujetos con acceso a un crédito hipotecario, lo que se debe considerar para la comparación.

A futuro, la potencial reversión en la trayectoria de la situación macroeconómica (en especial de variables como el dólar) podría derivar en una situación más atractiva para el desarrollo del modelo de negocios del FF, en detrimento de la opción del crédito hipotecario. En este sentido, como se discute en el capítulo 5, la actual configuración del escenario internacional podría no ser sostenible, en tanto Uruguay es uno de los pocos países que no ha acompañado la fortaleza del dólar a nivel global. En la misma línea, 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, lo cual está implícito en los resultados anteriores.

Por último, se debe mencionar que 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, al tiempo que recibe la unidad adquirida en el momento de la compraventa. En oposición, a través del Fideicomiso adquiere una unidad de determinadas características y la adquisición de la tenencia del inmueble dependerá de las modalidades y plazos de adjudicación preestablecidos en el prospecto de emisión. Complementariamente, 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 acceder a una vivienda sin contar con ahorros previos. Esto último suele ser una restricción relevante para los hogares.

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

Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso como alternativa de inversión (Fideicomitente M2) se estima una Tasa Interna de Retorno para el producto ofrecido por el FF, comparándola con el costo de oportunidad del capital.

<sup>13</sup>. Ver Capítulo 5.

## a. Tasa Interna de Retorno esperada

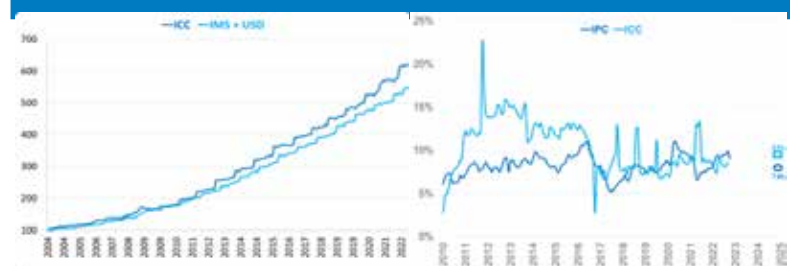
Previo al cálculo de la Tasa Interna de Retorno se deben realizar algunas consideraciones respecto al Producto M<sup>2</sup> ofrecido por el FF. En primer lugar, el retorno del inversor dependerá del método de enajenación de la unidad habitacional de referencia en la cual el inversor haya decidido invertir. En concreto, el prospecto de emisión enumera dos métodos de enajenación: uno donde la unidad habitacional es adquirida por un Fideicomitente B u otro Fideicomitente M2 y otro donde la unidad es adquirida por un tercero que previamente no contaba con participación en el FF (venta o alquiler). Debe tenerse presente que la ocurrencia del segundo método de enajenación estará sujeto a la imposibilidad de que el FF logre enajenar el inmueble bajo la primera opción.

Por un lado, en la primera de estas alternativas el Fideicomitente M2 recibirá el monto invertido en la correspondiente unidad habitacional ajustado por la suma de la evolución del Índice de Costos de la Construcción<sup>14</sup>. Bajo este método de enajenación, la rentabilidad anual en pesos del Fideicomitente M2 alcanzaría 8,6% según la evolución del ICC. Este guarismo supone una rentabilidad anual en dólares de 3,4% para todas las tipologías de construcción predefinidas bajo el supuesto de una evolución del tipo de cambio consistente con el equilibrio externo de la economía en el largo plazo.

En el corto plazo el reciente incremento de la inflación a nivel mundial, y especialmente en Estados Unidos, podría requerir una menor depreciación de la moneda local en pos de conseguir el equilibrio externo, lo que incluso podría ser amplificado por el respaldo de la calificación crediticia del país, sustentado en su fortaleza institucional y recientes mejoras de las finanzas públicas. Las características contractuales del Producto M2 hacen que su rentabilidad deba ser evaluada en un horizonte temporal de tres años, en tanto los pagos al inversor se realizan al momento de finalización de la obra edilicia<sup>15</sup>.

Más allá de lo anterior, se debe tener presente que la rentabilidad implícitamente asume para los próximos años que el ICC no crece al mismo ritmo que en los últimos 10 años producto del enlentecimiento previsto en el crecimiento de los salarios. Por esto, podría ser evaluado como conservador a la luz del desempeño histórico. En el caso que el ICC creciera al promedio de los últimos 10 años, la TIR anual en pesos estimada alcanzaría aproximadamente 10,4%, lo que se traduce en una rentabilidad anual en dólares de 5,1% considerando los supuestos realizados sobre la evolución del tipo de cambio.

### Gráficos 1 y 2 – Evolución ICC observado e ICC construido a través de una combinación de IMS y USD (izquierda) y Variación Interanual del IPC e ICC (derecha)



<sup>14</sup>. O la correspondiente paramétrica definida en el prospecto de emisión.

<sup>15</sup>. Lo cual contrasta con la situación del Producto B en tanto su rentabilidad es afectada por la situación macroeconómica local.

Por otro lado, en la segunda alternativa de enajenación el Fideicomitente M2 original recibirá una rentabilidad que será sensible a las condiciones de venta que el FF pacte con el correspondiente tercero por la unidad habitacional de referencia<sup>16</sup>. Si bien resulta complejo abordar este escenario, en lo que sigue se presentan estimaciones que asumen que la venta de la unidad habitacional se produce al momento de finalizar la construcción del inmueble, es decir, aproximadamente unos tres años después del inicio de obras. Con esto, se estima que la Tasa Interna de Retorno anual en pesos oscilaría entre 7,9% y 9,5% para las distintas opciones constructivas.

Debe notarse que todas las estimaciones realizadas en el apartado asumen que el Índice de Costo de la Construcción evoluciona en línea con una combinación de salarios y dólar. 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%)<sup>17</sup>. Análogamente, se supone que los inmuebles tienen una valorización anual en pesos constantes de 2,5%, en línea con la evolución de largo plazo del PIB tendencial.

La evolución del Índice de Costo de Construcción utilizada para las estimaciones precedentes se construye en línea con el comportamiento previsto en un horizonte de largo plazo para distintas variables macroeconómicas. Como fue comentado, debe considerarse que la evolución del ICC utilizado para las estimaciones es menor al evidenciado en el promedio de los últimos 10 años. Por otro lado, a pesar de que la evolución utilizada pretende capturar de alguna manera la dinámica de la economía en el futuro, también debe tenerse presente que esta podría diferir de la evolución efectivamente observada en el corto plazo, en particular considerando que las variables utilizadas en la estimación podrían apartarse transitoriamente de sus valores de largo plazo.

### 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>18</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(ri): Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>19</sup>.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

E(Rm) – Rf: 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).

<sup>16</sup>. Estas condiciones estarán parcialmente determinadas por la interacción entre dos factores cuya incidencia sobre el valor del inmueble es contrapuesta: la apreciación asociada a la evolución de largo plazo de los inmuebles en línea con el PIB tendencial de la economía y la depreciación asociada a la eventual dificultad para desprenderse del inmueble. En última instancia, es posible conjeturar que la imposibilidad de desprenderse del inmueble limite la ganancia asociada a la valorización del inmueble en el largo plazo.

<sup>17</sup>. Este escenario tendencial o de largo plazo puede no cumplirse en el corto plazo.

<sup>18</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>19</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de real estate de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaran

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 2,1% anual. Complementariamente, la tasa libre de riesgo a 3 años, siguiendo la misma lógica anterior se estima en 1,3% anual. Se estima esta tasa a tres años en tanto los ejercicios de simulación del Producto M2 asumen un plazo similar.

No obstante lo anterior, debe tenerse presente que al momento actual los rendimientos de los títulos de deuda de EE.UU se encuentran por encima de los niveles comentados en el párrafo anterior y han evidenciado una dinámica alcista durante el corriente año. Adicionalmente, es esperable que los niveles de las tasas de interés se mantengan elevadas en el corto plazo, al menos hasta que el alza inflacionaria de las economías desarrolladas sea controlada. De esta forma, los supuestos utilizados en el párrafo anterior podrían subestimar el verdadero costo de oportunidad de la inversión, por ello también se opta por considerar el promedio de los rendimientos de los T-bonds a 10 y 3 años del último año móvil para el cómputo de la tasa de retorno esperada del capital: 2,64% y 2,68%, respectivamente.

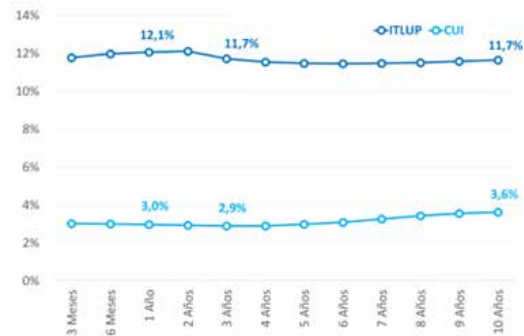
En el caso del Equity Risk Premium se sigue a Damodaran que parte del equity risk de EE.UU y lo corrige por los riesgos inherentes a Uruguay (soberano y de renta variable). Por tanto, el ERP de Uruguay ya incluye el riesgo país y asciende a 6,12% en su última estimación de enero del corriente año. El parámetro "Beta Unlevered" de Damodaran, para enero de 2022 se ubica en 0,67<sup>20</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 cuando se consideran las tasas de interés promedio de la última década se ubica en 6,2% anual en dólares para un plazo de 10 años y en 5,4% para un plazo de 3 años, la cual es ligeramente superior a la esperada para el Producto M2. De todas formas, es importante señalar que esta comparación no debe ser considerada en sentido estricto, aunque sirve a modo de referencia que permita conformar un juicio acerca de la inversión.

Otra referencia posible con los comparar estos resultados podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,6% y en 2,9% a 3 años; en tanto la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,4%.

<sup>20</sup>. Beta Unlevered Real Estate (General/diversified)

**Gráfico 3 – Curva de Rendimientos en Pesos (UYU) y Unidades Indexadas (UI)**



### 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 de acuerdo con lo previsto. Se pondera de forma positiva la aceptación del Producto anterior, los plazos y las características de este Fideicomiso. No obstante, la coyuntura actual plantea un desafío en tanto surgen opciones competitivas producto del escenario económico, y el nivel de adhesiones se mantiene algo por debajo de lo previsto inicialmente, lo que será monitoreado en próximas actualizaciones. Ante esto *se considera que existe un riesgo medio*.

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en moneda nacional y se establece un adecuado ajuste de las cuotas en función del ICC o paramétrica establecida en los contratos. Esto mitiga el riesgo de descalce en la construcción, ya que cubre los bienes y servicios comprendidos en la canasta de precios. A su vez, la rentabilidad esperada del Producto M2 también se denomina en ICC por lo que este riesgo se encuentra bajo control. *Riesgo bajo*.

## 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 M2 Pilay Uruguay, 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 M2 Pilay Uruguay 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 inversor 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 listados al comienzo de esta actualización son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público.

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 FF M2 Pilay Uruguay. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario de vivienda.

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de haber enfrentado un shock negativo inédito durante el 2020, la actividad económica mundial comenzó una rápida recuperación de su actividad económica durante el último año. En concreto, de acuerdo a estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial creció a un ritmo anual de 6% durante el último año, y proyecta que este año lo haga a una tasa de 3,2% anual. A pesar de ello, esta recuperación ha sido heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también en su configuración productiva, en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad.

La recuperación global del último año ha estado estrechamente vinculada al control de la situación sanitaria y al despliegue de significativos estímulos fiscales y monetarios. En efecto, el rápido despliegue de los planes de vacunación habilitó el paulatino retiro de las medidas de restricción a la movilidad impuestas para limitar la propagación del virus. A su vez, las políticas fiscales y monetarias desplegadas desde la órbita del sector público han jugado un papel clave, en particular aquellas desplegadas por los países más desarrollados. Estas políticas agresivas de estímulo no sólo lograron



evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que sentaron las bases para la rápida recuperación, evitando que un shock de carácter transitorio derive en daños permanentes sobre el stock de capital físico y humano de la economía -lo cual limitaría su potencial crecimiento en el largo plazo-.

El resultado de estas políticas fue la configuración inmediata de un escenario financiero benigno para las economías emergentes. Al respecto, los elevados niveles de liquidez internacionales derivaron en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercasas a cero o incluso negativas-, un dólar que tendió a debilitarse a nivel mundial y el fortalecimiento de los precios de commodities impulsados por la rápida recuperación de los gigantes asiáticos, particularmente China e India. Este conjunto de factores apuntaló la recuperación de las economías emergentes, especialmente en el corto plazo.

A pesar de ello, la rápida recuperación de las economías desarrolladas y las presiones inflacionarias<sup>21</sup> exhibidas en algunas de ellas -particularmente en Estados Unidos- precipitaron el retiro de las políticas acomodaticias. En esta línea, con los niveles más altos de inflación de los últimos 30 años, en marzo de 2022 la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió comenzar con su proceso de normalización monetaria:

**i)** acelerando el retiro de compras de títulos de deuda pública,  
**ii)** elevando su tasa de interés de referencia y  
**iii)** señalizando múltiples subas adicionales en el corto plazo. Esto trajo aparejado un incremento importante de las tasas de interés internacionales (especialmente de renta fija, en detrimento de la renta variable), las cuales alcanzaron sus niveles más altos de los últimos 10 años, al tiempo que el dólar estadounidense presentó una fuerte apreciación frente a monedas de países desarrollados y emergentes. De esta forma, el benigno ciclo financiero internacional parecería haber llegado a su fin, y es esperable que las condiciones financieras internacionales continúen endureciendo durante los próximos meses.

**Gráficos 4 y 5 – Dollar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas**

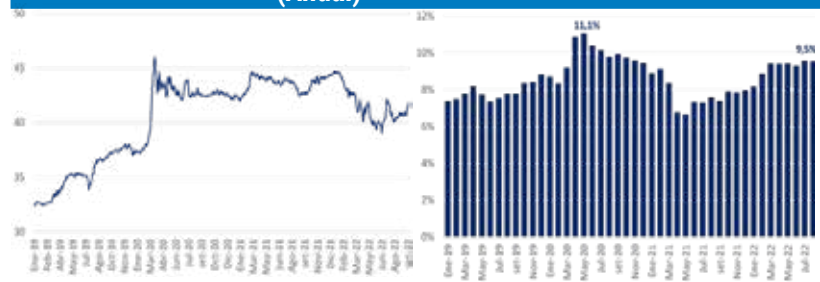


A pesar de lo anterior, se debe tener presente que el dólar ha evolucionado de forma algo diferente en el mercado financiero uruguayo y se ha debilitado en términos reales con respecto al peso uruguayo, configurando un escenario propicio para el mercado de compraventa aunque algo más tenso para los desarrolladores. Este comportamiento podría ser explicado en buena medida por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta. No obstante lo anterior, la inflación se ha acelerado recientemente y aún se espera se mantenga por encima

<sup>21</sup>. Las cuales también fueron impulsadas por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania a través del aumento del precio de los commodities energéticos y alimenticios.

de la meta, no sólo en los próximos meses sino también en el horizonte de política de 24 meses. Este cambio en la dinámica inflacionaria guarda relación principalmente con el aumento del precio de los precios de la energía y los alimentos (trigo, maíz, carne y lácteos, entre otros) producto de la guerra en Ucrania.

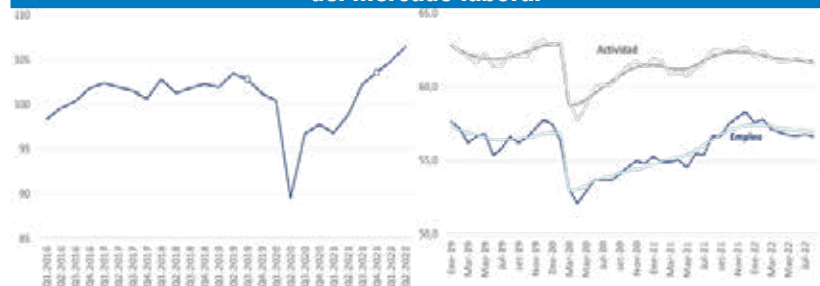
**Gráficos 6 y 7 – Tipo de Cambio Nominal (USD/UUY) e Inflación (Anual)**



Al respecto de la actividad económica, luego de la significativa caída de la actividad durante 2020, la economía uruguaya ha comenzado un lento y dispar proceso de recuperación. En efecto, esta situación derivó en una recuperación asimétrica para los distintos sectores de actividad y que estuvo impulsada por el buen desempeño de la construcción (estrechamente vinculada a grandes obras, con foco en infraestructura y la construcción de la tercera fábrica de celulosa) y el sector agropecuario.

De esta forma, el PIB creció 4,4% en 2021, superando los niveles de actividad del 2019, previo a la irrupción de la pandemia. No obstante, y en línea con lo anterior, la recuperación ha sido asimétrica entre sectores, resaltando que algunos sectores sufrieron por más tiempo los efectos negativos de la crisis sanitaria. En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo este y el próximo año a un ritmo anual de 5,0% y 3,0%, respectivamente. Estos guarismos han sido ajustados al alza en los últimos meses debido al positivo desempeño de la economía uruguaya durante los dos primeros trimestres del año, el cual estuvo por encima de lo esperado por los analistas.

**Gráficos 8 y 9 – Nivel de actividad (Desestacionalizado) y Evolución del mercado laboral**



A pesar de esta recuperación del nivel de actividad, el mercado laboral ha presentado señales mixtas. En este sentido, el empleo se ha recuperado con cierto dinamismo y alcanzó rápidamente niveles similares a los exhibidos previo a la pandemia. No obstante ello, esta recuperación parece haberse estancado en los últimos meses y representa uno de los principales desafíos de la política pública.

Este comportamiento del mercado laboral tuvo su correlato en el ingreso de los hogares, que recuperaron de forma parcial la caída asociada a la crisis económica derivada de la pandemia. Adicionalmente, el debilitamiento del dólar a nivel local permitió recuperar aún más el poder de compra de los hogares medido en moneda extranjera. De todas formas, en línea con el reciente estancamiento de la recuperación del empleo, así como la magra evolución de los salarios reales -que aún se ubican un 4% por debajo de su valor previo a la pandemia-, los ingresos de los hogares han visto resentida su recuperación en los últimos meses y aún continúan situándose por debajo de su valor previo a la irrupción de la pandemia.

**Gráficos 10 y 11 – Índice Medio de Salarios Reales (izquierda) e Ingreso Medio Real de los Hogares (derecha)**



## 2. 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 de altos ingresos 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 – 2019) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial 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 entelence en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local. Sin embargo, durante 2021 esta situación parece revertirse y comienza a evidenciarse cierta mejora del sector, tal como se aborda en lo que sigue de este capítulo.

## **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 representan 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 tanto a nivel de producto como de zona geográfica y público objetivo, 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. Esto determina que las particularidades de los proyectos inmobiliarios deben ser tenidas en cuenta a la hora de evaluar su desempeño.

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 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, especialmente en aquellas zonas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS. Esto ha llevado a redensificar zonas de relativamente menor atractivo como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras.

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. Más recientemente, cambios en la Ley de Vivienda Promovida habrían apuntalado el desarrollo de inmuebles, dando un nuevo impulso a la construcción de vivienda nueva en zonas donde la VIS había focalizado sus objetivos.

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 más adelante, en la sección que analiza la demanda de vivienda-.

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 y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios.

## 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. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, ahora se profundiza en cada caso.

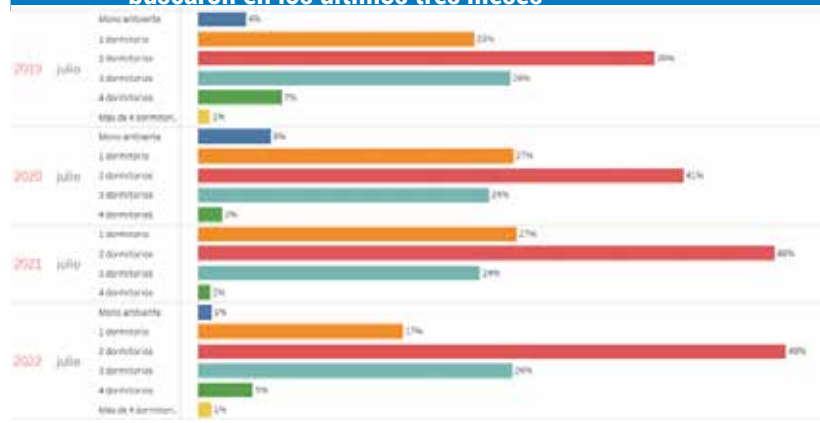
### ii.i. Factores que inciden en la demanda para uso

#### 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 cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI<sup>22</sup>. Este proceso ejerce cierta presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de arrendamientos.

A su vez, existen otros drivers estructurales, 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. 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.

**Gráfico 12 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"**



<sup>22</sup>. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante



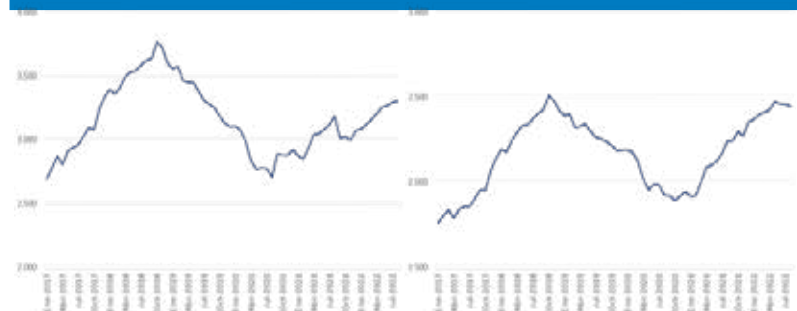
**Gráfico 14 – Índice de Confianza del Consumidor**



El reciente deterioro del Índice de Confianza del Consumidor estuvo explicado por una fuerte contracción en la confianza de los consumidores sobre su Situación Económica Personal y la Situación Económica del País, el cual podría estar explicado por el estancamiento de la recuperación del empleo, así como el deterioro de los salarios en términos reales.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario, este habría registrado una importante recuperación luego del mínimo evidenciado durante el primer semestre de 2020: a julio del 2022 tanto la cantidad de nuevas operaciones como el monto de estas supera en más de un 10% el exhibido previo a la irrupción de la pandemia. La evolución de ambos indicadores da cuenta de cierta estabilidad -respecto al periodo anterior a la pandemia- en el crédito promedio por operación, luego del incremento exhibido al comienzo del último año.

**Gráfico 15 y 16 – Créditos hipotecarios en UI**  
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del BCU, al mes de julio de 2022 se ubicaba en aproximadamente 2.930 millones de dólares. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa 24% por encima de su nivel previo a la pandemia, al tiempo que evidencia una tendencia positiva durante los últimos meses. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,3% del total de créditos.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,5% para 2021, lo que se considera bajo en perspectiva internacional y aún moderado 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.

Desde la óptica de los agentes demandantes de crédito (los hogares), algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son el ahorro previo y los requisitos de ingresos mensuales por núcleo familiar. En este sentido, los requisitos asociados a estos últimos se habrían reducido en los últimos meses de acuerdo a los cálculos realizados por Sader & Calvete a octubre de 2022. A modo de referencia, a septiembre 2022 el ingreso mensual líquido requerido para acceder al financiamiento del 80% de un inmueble medio tipificado de 65m<sup>2</sup> se redujo a \$109 mil a precios constantes de diciembre de 2020. Esta caída habría sido principalmente explicada por la importante apreciación real del peso uruguayo respecto del dólar estadounidense, lo cual fue acompañado por la disminución de las tasas de interés en Unidades Indexadas.

De todas formas, más allá de este importante descenso en los requisitos para acceder a un crédito hipotecario, es importante notar que, de acuerdo a datos del INE<sup>23</sup>, estos ingresos no sólo se ubican por encima del ingreso promedio, sino que sólo el 16% de los hogares podría acceder al crédito hipotecario bajo las condiciones habituales<sup>24</sup>.

**Gráfico 17 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario**



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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad, determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital.

A este respecto, desde comienzos del corriente año las tasas de interés a nivel internacional han evidenciado un importante ajuste al alza, y han alcanzado niveles comparables a los exhibidos hace 10 años, lo cual eleva el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos. A pesar de ello, y en contraposición, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose

<sup>23</sup>. De acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares (ECH).

<sup>24</sup>. Complementando lo anterior, el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda, en tanto apenas 20% dice que no requerirá financiamiento.



respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera.

De esta forma, ambos desarrollos configuran un escenario mixto para la demanda de inmuebles con motivo de inversión en el mercado local. La encuesta realizada por Research Uruguay señala que 8% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión. Este guarismo se encuentra ligeramente por encima de su valor en julio del último año, pero por debajo de diciembre. De la misma forma, la proporción de los encuestados que buscarán vivienda por motivo de inversión en los próximos dos años se ha mantenido estable respecto a julio del último año.

### **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 debe ser complementada con información secundaria. Por este motivo es necesario analizar la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA y Equipos, conjugado con la evolución de distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector como la recaudación de Impuesto a las Transacciones Patrimoniales y la cantidad de nuevos créditos hipotecarios bancarios permiten obtener una primera aproximación de la coyuntura del sector casi a tiempo real.

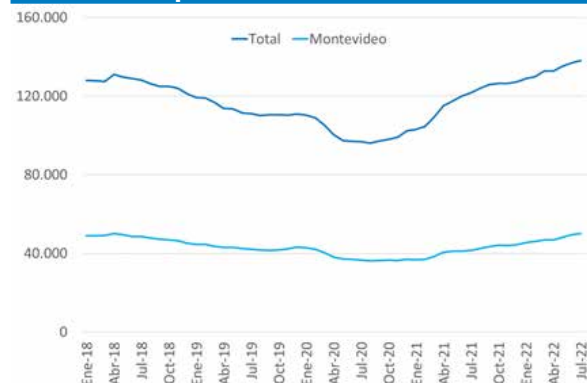
A este respecto, el comportamiento de cualquiera de estos tres indicadores deja entrever una dinámica positiva del mercado inmobiliario. No obstante ello, la reciente evolución negativa del Índice de Confianza del Consumidor -particularmente considerando la incertidumbre que los hogares parecen exhibir sobre su situación económica y la situación económica del país- genera algunas interrogantes sobre el dinamismo futuro del mercado inmobiliario.

Más allá de ello, es importante notar que la evolución favorable que presentó el Índice de Confianza del Consumidor desde mediados del último año estuvo ligada parcialmente a una importante recuperación de la Propensión a Comprar Bienes Durables, la cual actualmente se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos antes de la pandemia, incluso a pesar del deterioro exhibido en marzo de 2022. Esta evolución positiva de la Propensión a Comprar Bienes Durables a partir de mediados del último año se condice con el comportamiento de los créditos hipotecarios y el Impuesto a las Transacciones Patrimoniales.

Respecto a los primeros, estos evidenciaron un comportamiento positivo tanto en la cantidad de nuevas operaciones como en el monto operado en estas: ambas se encuentran algo más de un 10% por encima de su nivel previo a la pandemia. En cuanto al último, y de alguna forma como reflejo de la recuperación de la confianza de los consumidores y el incremento de las operaciones de crédito hipotecario, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales evolucionó más que favorablemente y también se ha recuperado cuando se lo compara con los niveles previos a 2020<sup>25</sup>.

<sup>25</sup>. Incluso uno debe remontarse hasta principios de 2014 para encontrar niveles de recaudación similares.

**Gráfico 18 – Inscripciones de Compraventa**  
Cantidad de operaciones - 12 meses móviles



Esto parecería pautar una recuperación de la transaccionalidad del sector -lo que podría ser explicado por una mayor cantidad de operaciones u operaciones de montos más elevados-. Esto es consistente con la última información disponible del Instituto Nacional de Estadística<sup>26</sup> que indica que durante el último año se han registrado un 15% y 25% más de compraventas a nivel país respecto a 2019 y 2020, respectivamente. Más recientemente, cuando se considera el acumulado de los primeros siete meses del corriente año, la cantidad de compraventas creció un 27%, 67% y 17% respecto al mismo periodo de 2019, 2020 y 2021, respectivamente.

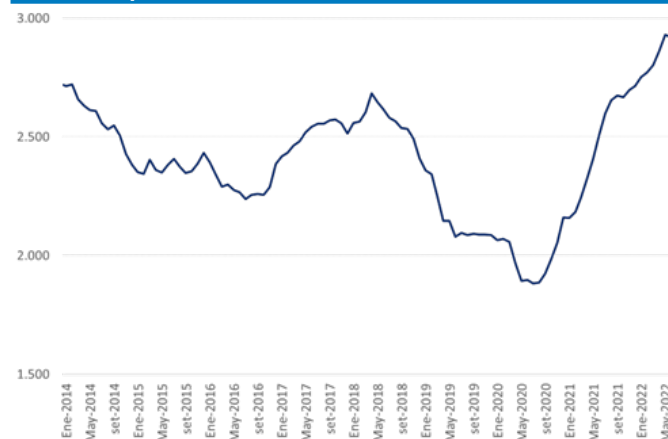
Restringiendo a Montevideo, que es el principal punto de desarrollos inmobiliarios para vivienda permanente, las compraventas durante el último año han evidenciado un importante incremento con respecto a 2020 (20%), pero cierta estabilidad respecto a 2019 (3%). Si consideramos la información acumulada de los primeros siete meses del corriente año, los registros de compraventas indican un aumento de 17%, 65% y 28% respecto al mismo periodo de 2019, 2020 y 2021, respectivamente. Esto confirma la recuperación del sector, más allá de cualquier consideración que se pueda hacer de cara al futuro.

De esta forma, la evolución de estos tres indicadores en su conjunto junto a la información de la Dirección Nacional de Registros dejan entrever que el mercado inmobiliario evolucionó favorablemente luego del importante impacto sufrido al momento de la irrupción de la pandemia. A este respecto, la concreción de operaciones postergadas a raíz de la pandemia apuntalado por la parcial recuperación de los ingresos de los hogares -explicada por la paulatina recuperación del mercado laboral e impulsada por la debilidad del dólar en el mercado financiero local- y las mejores expectativas de estos, explicarían en parte la evolución favorable del mercado inmobiliario. Adicionalmente, es posible conjeturar que existió un incremento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -como fue relevado en la edición anterior de la encuesta de Research Uruguay-.

<sup>26</sup>. En base a información de la Dirección General de Registros.

## Gráfico 19– Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP)

Millones de pesos constantes de diciembre de 2020 - 12 meses móviles

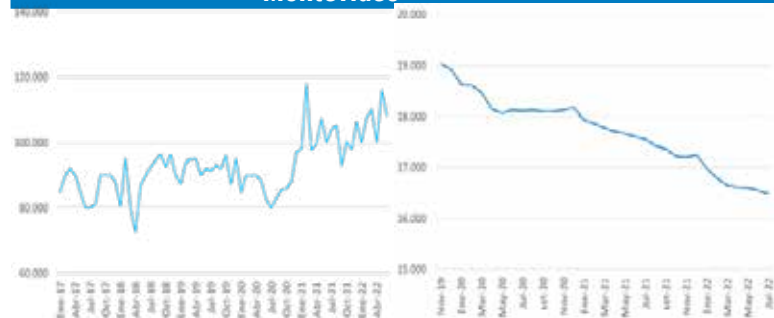


No obstante ello, existen algunos factores que podrían incidir en la dinámica positiva exhibida recientemente. Por una parte, el estancamiento de la recuperación del mercado laboral, sumado al deterioro de los salarios en términos reales, habría afectado negativamente la situación económica de los hogares y sus expectativas, elevando la incertidumbre respecto a su futuro desempeño económico y el desempeño del país. En contraposición, el fortalecimiento del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense podría ser un factor que ayude a compensar lo anterior y evitar un mayor enlentecimiento del mercado inmobiliario, en particular gracias a que los hogares recuperan parcialmente su poder adquisitivo en moneda extranjera. Por otra parte, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales podría significar una reducción de la demanda de inmuebles por motivo inversión, en tanto estos se encarecen en términos relativos frente a otras alternativas de inversión.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Sader y Calvete en base al Research de Portfolio, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría tendido a aumentar durante 2021, aunque es dable pensar que los precios transados se ubican por debajo de estos.

Por otra parte, recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE da cuenta de una tendencia creciente en la mediana de precios de compraventa en Montevideo medido en dólares estadounidenses. De todas formas, se debe notar que esta información no permite distinguir la evolución del precio por metro cuadrado, por lo que se debe tener cierta cautela al considerarla en el análisis. En cuanto a los contratos de alquiler, la información del INE evidencia una disminución sostenida del precio promedio medido en pesos constantes desde noviembre de 2019 (primer mes en que esta información se encuentra disponible).

## Gráficos 20 y 21 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa (izquierda) y Precio Promedio de Contratos de Alquiler Montevideo



El mantenimiento/alza de los precios en dólares habría llevado a un aumento del precio medido en pesos constantes (UI). 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, denominados en moneda local.

En última instancia, se debe notar que la importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de arrendamientos. En este sentido, en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo, al tiempo que la cantidad de hogares inquilinos ha tenido un aumento sostenido desde 2016. Parte de este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de la vivienda y resalta que el alquiler continúa siendo la válvula de escape del sector inmobiliario.

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

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante los últimos 18 meses, se espera que el mercado inmobiliario mantenga cierto dinamismo, en especial en cuanto a compraventa y mientras el dólar se mantenga estable y los créditos hipotecarios no internalicen la suba de las tasas de interés internacionales. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 cuyo efecto sobre el mercado inmobiliario parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad desde el cierre de 2020 que perdura aún en 2022.

A este respecto, la recuperación de la confianza de los consumidores -principalmente de su predisposición a comprar bienes durables- apuntalada por la parcial recuperación del ingreso de los hogares -gracias a recuperación del mercado laboral y la debilidad del dólar a nivel local- habría impulsado la concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. Adicionalmente, es posible conjeturar que esta situación haya sido acompañada de un aumento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -en particular considerando el contexto financiero local e internacional- y un aumento de demanda de extranjeros que buscan instalarse en el país -en parte atraídos por posibles beneficios tributarios como la residencia fiscal-.

Más allá de ello, es importante realizar algunas consideraciones hacia el futuro. Por una parte, se debe tener en cuenta que el poder adquisitivo de los hogares aún no recuperó su nivel previo a la pandemia y ha evidenciado un importante estancamiento durante los últimos meses, en línea con el estancamiento del empleo y el escaso dinamismo de los salarios en términos reales. En última instancia, esta situación 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. En efecto, el desplome del Índice de Confianza del Consumidor refleja la incertidumbre de los hogares respecto a esta situación.

Por otra parte, esta situación podría estar acompañada por un contexto financiero internacional menos favorable para las economías en desarrollo, lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-, al tiempo que podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado el incremento del costo de oportunidad derivado del alza de las tasas de interés internacionales -las cuales se ubican en sus niveles más altos de los últimos 10 años-.

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 y que han mostrado elevada resiliencia a pesar de los eventos adversos recientes.

### **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 alentador para 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. El “Plan Entre Todos” del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) con créditos correspondientes a las partidas presupuestales destinadas a subsidios habitacionales de capital (Contribuciones Económicas No Reembolsables) regulada por los artículos 465 y 466 de la Ley 19.924 (y modificativas) y por el artículo 14 del Decreto Reglamentario 59/022 de 7 de febrero de 2022 configuran una nueva línea de acción política para que algunos sectores que hoy no acceden al mercado inmobiliarios, puedan acceder a la vivienda como propietarios. A su vez, el MVOT también ha ampliado normas técnicas como la construcción en madera, que reafirman el compromiso en la búsqueda de alternativas para la provisión de vivienda.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras<sup>27</sup>.

### 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. Sobre este punto, es importante resaltar que, superada la crisis sanitaria, el mercado inmobiliario mejoró sustancialmente en los últimos nueve meses con una recuperación de varios indicadores directos sobre la actividad (registros de compraventa, recaudación de ITP, créditos hipotecarios, entre otros). Esta mayor transaccionalidad recoge un entorno relativamente favorable, producto de la apreciación del dólar desde la perspectiva del comprador, situación que tensiona financieramente a los desarrolladores. No obstante lo anterior, una reversión más agresiva que la prevista del ciclo financiero internacional o la incertidumbre creciente por la guerra en Ucrania podrían influir en el contexto general para el mercado inmobiliario, en especial ante el aumento acelerado de las tasas de interés internacionales y una eventual reversión de la tendencia a la apreciación del peso. En la misma línea, el incremento de la incertidumbre sobre la situación personal de los hogares apuntalada por la reciente evolución del empleo y los salarios reales a nivel local supone otro factor de riesgo que podría afectar el desempeño del mercado inmobiliario a futuro. *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 las recientes 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. *Riesgo bajo.*

<sup>27</sup>. La intendencia presentó el programa “Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas”, que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

## 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>28</sup> de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

<sup>28</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.**