

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

Montevideo, abril de 2025

| | |
|----|---|
| 4 | RESUMEN GENERAL |
| 6 | I INTRODUCCIÓN |
| 10 | II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION |
| 13 | III LA ADMINISTRACION EL FIDUCIARIO Y EL CONSTRUCTOR |
| 21 | IV EL ACTIVO SUBYACENTE |
| 25 | V EL ENTORNO |
| 41 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO |
| | ANEXO I INFORME JURIDICO |

**Actualización de la Calificación de Certificados de Participación del Fideicomiso
Financiero Campiglia & Pilay I.
22 - abril - 2025**

| | |
|--|--|
| Denominación: | Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I |
| Fiduciario: | Pilay Uruguay AFISA. |
| Constructor: | Campiglia Construcciones representada por Tecnorel SA |
| Activos del Fideicomiso: | Aportes realizados por los Fideicomitentes A (ya cancelados), los aportes realizados por los Fideicomitentes B, los inmuebles adquiridos, construcciones y todo otro activo adquirido por o producido por el FF. |
| Calificación de Riesgo: | BBB.uy Grado inversor mínimo. |
| Vigencia: | 30 abril de 2026 |
| Análisis jurídico de la calificación: | Olivera Asociados |
| Comité de Calificación | Julio Preve; Martin Durán; Santiago Rego |
| Manual Utilizado: | Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros |

Resumen General

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

Esta actualización analiza nuevamente el riesgo de los beneficiarios de lograr satisfacer, con los recursos del Fideicomiso, su derecho a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos¹. 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:

- Como se verifica en la sección I y II y con más detalle en el Anexo I, todas las resoluciones y sentencias referidas a la naturaleza del fideicomiso, a la inscripción del fiduciario y de los títulos, han quedado firmes.
- Se realizan los análisis de estrés financiero a diciembre 2024, a los que el BCU somete a la empresa año tras año. Allí se proyecta que el Fideicomiso puede asumir todas sus obligaciones futuras con los fideicomitentes, limitando su accionar a vender los contratos inactivos tal como fue resuelto en 2019 (ver memoria anual 2019 y actualización calificación abril 2020). Las estimaciones sobre esto guardan relación con la performance histórica del Fideicomiso. Los resultados del análisis siguen siendo adecuados y determinan cuántas unidades se deben producir para hacer frente a las obligaciones del Fideicomiso. Es importante notar que, a la fecha, las obligaciones de adjudicación de unidades han sido sobre cumplidas.
- Se dispuso de actualización de informes de Auditoría de Gestión (informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados) practicados por la empresa Auren. Al 30 de noviembre del 2024, se han adjudicado 660 viviendas, superando en más de 30% las obligaciones del Fideicomiso. Las obras de Pilay VII y VIII se encuentran en curso, mientras que se proyectan cinco edificios más en Montevideo y Canelones.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr su propósito, esto es obtener para los inversores la tenencia y posterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos. Las adjudicaciones por encima de lo comprometido son un elemento favorable a esta opinión. Esto viene ocurriendo hace varios años, por lo que CARE mantiene su visión favorable.

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

- Pilay ofrece un producto que permite acceder a una vivienda a personas que no son elegibles para un crédito hipotecario. Si bien el Sistema Pilay ofrece un producto predefinido, no incluye restricciones de acceso vinculadas a ahorro previo o salario mínimo por hogar, como ocurre con el crédito hipotecario. Este producto fue validado por el mercado y mantiene un adecuado nivel de adhesiones. A pesar de lo anterior, el aumento del ingreso de los hogares, la tendencia a la apreciación del peso durante la mayor parte de 2024 y el mantenimiento de tasas de interés bajas, generan que el crédito hipotecario opere como una alternativa competitiva respecto al producto ofrecido por Campiglia & Pilay.
- El proyecto posee una orientación clara hacia un segmento del mercado que coincide con las consideraciones generales de la demanda, sobre todo en cuanto a tipología de apartamento. Esta información es corroborada por las encuestas sectoriales del mercado inmobiliario que CARE contrata de forma recurrente.
- No se evidenciaron mayores impactos de la crisis sanitaria en el desempeño del Fideicomiso ni en la vigencia de los contratos. El ratio entre contratos al día/activos se mantiene estable al cierre de 2024.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, los indicios continúan siendo claros en cuanto a la consolidación de estímulos no distorsivos a la competencia, tanto a la oferta como a la demanda en este segmento socioeconómico. En este sentido, la Ley de Vivienda Promovida (ex VIS), junto a la ampliación de los beneficios a proyectos inmobiliarios de gran porte han dinamizado el mercado de vivienda. Estos esquemas de estímulo podrían ser revisados en este período de Gobierno.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, del mercado de valores, así como de las calificadoras de riesgo. La nota otorgada 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 actualización supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, el derecho de los fideicomitentes B a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos. En definitiva, la nota sigue, entre otros criterios, el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y de adjudicaciones que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación, teniendo presente en particular los informes semestrales de auditoría de gestión encomendados por el BCU. No obstante, se han incorporado, al igual que en ocasiones anteriores, algunos análisis comparativos con otras inversiones.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy.

El comité de calificación estuvo integrado por el Cr. Martín Durán Martínez, por el Ing. Julio Preve y por el Ec. Santiago Rego.

La vigencia de la calificación es 30/04/26².

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

2. Antecedentes generales

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

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

³. Véase www.care.com.uy

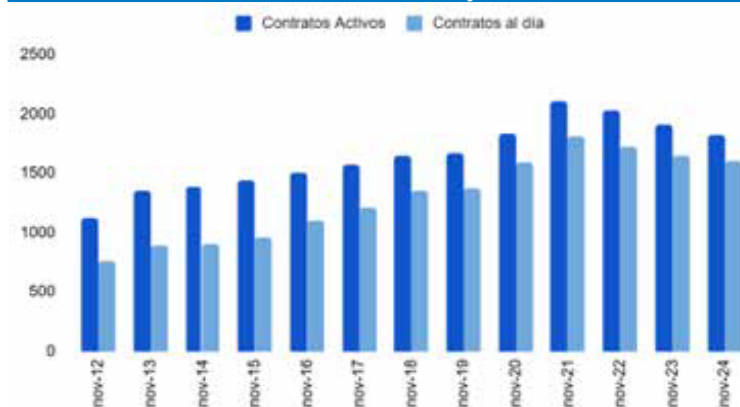
- Los llamados fideicomitentes A integraron dinero al fideicomiso adquiriendo los Títulos de Deuda. Esta deuda se canceló en diciembre de 2015.
- Los llamados fideicomitentes B son quienes integran cuotas al fideicomiso adquiriendo certificados de participación. Entre estos se distinguen cuatro tipos: el Fideicomitente B que integra cuotas al fideicomiso y adquiere los certificados de participación; el fideicomitente B beneficiado, que es el que ha resultado ganador en los actos de asignación de unidades y aún no tiene la tenencia del bien; fideicomitente B simple tenedor, que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido; y el fideicomitente B adjudicado a quien se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.
- La Administración está a cargo de Pilay Uruguay AFISA, una compañía con experiencia en este tipo de operaciones demostrada en Argentina y Paraguay, con participación en la operación constructiva de una empresa de reconocida trayectoria en el país.
- Se trata de una opción de inversión a largo plazo, que supera los análisis jurídicos, y que ha logrado la conformidad de todas las partes involucradas para que el fideicomiso exista válidamente y administre el patrimonio de afectación de acuerdo con el alcance dado en el contrato respectivo, y pueda ofrecer públicamente los valores que emite.
- Con fecha 30 de octubre de 2018 fue dictada la sentencia 504 del Tribunal de lo Contencioso Administrativo, que dispuso que ha quedado firme y está fuera de debate el acto administrativo según el cual se reputó que la actividad de Pilay AFISA constituía un Fideicomiso Financiero, no de administración ni tampoco una Administradora de Grupos de Ahorro Previo.
- Con fecha 21/12/2018 fue dictada la Resolución 809/2018 de la Superintendencia de Servicios Financieros en consonancia con la sentencia anterior. Dicha Resolución fue impugnada, mediante la interposición de los recursos de revocación y jerárquico. El BCU desestimó los recursos interpuestos, mediante Resoluciones de fechas 2 y 7 de agosto de 2019, quedando como consecuencia, firme la decisión adoptada por el TCA mencionada párrafos arriba. Estos elementos quedan recogidos en el Informe jurídico anexado al final de esta calificación.
- En la Memoria anual del 2019, se da cuenta que se estuvo trabajando en la elaboración del “Fideicomiso Campiglia Pilay II” (actualmente “Pilay M2”). Por dicho motivo, el 24/8/19 la Gerencia tomó la decisión de dejar de comercializar nuevos contratos, limitándose a partir de esa fecha a colocar solo aquellos que llegaran a encontrarse en estado inactivo.
- El 29/10/19 se firmó el contrato de compraventa de un terreno de 2.051 metros cuadrados para construir el edificio Campiglia Pilay VI. El 4 de mayo de 2020 se comenzó la obra del complejo Pilay VI en el barrio Buceo.
- La obra de Campiglia Pilay V fue entregada entre abril y mayo de 2021, cumpliendo así el último hito del proyecto Campiglia Pilay III, IV y V que comenzó a desarrollarse en julio de 2015.

- Campiglia Pilay VI fue entregado en 2022, al igual que se comenzó con las obras del Pilay VII.
- En junio 2022 se firmó una cesión de compromiso de compraventa y el contrato de compraventa por terrenos en Montevideo donde se desarrollarán Pilay XII y XIII. El valor total del terreno ascendió a 1,9 millones de dólares.
- En noviembre 2022, PILAY Uruguay en calidad de fiduciaria del Fideicomiso, firmó la compraventa de un terreno por USD 1,15 millones donde estaba previsto construir el proyecto Pilay VIII. Sin embargo, este último proyecto tendrá otro desarrollo y el terreno está a la venta. Además, se compraron tres padrones por USD 1,9 millones donde se desarrollará Pilay IX.
- En setiembre 2023 se firmó compraventa por 7,6 millones de dólares por un terreno en Ciudad de la Costa, donde se desarrollarán los proyectos Pilay X y XI. Este será el primer desarrollo de Pilay fuera de Montevideo.

3. Hechos Salientes del período

- Al 30 de noviembre de 2024, de acuerdo a información auditada por Auren, existían más de 2400 contratos de Fideicomitentes B, de los cuales 1800 son activos y casi 1600 están al día. La relación de contratos al día/activos se encuentra en el nivel más alto, por encima de 88%. Se mantiene la tendencia a reducir los contratos activos, producto de Fideicomitentes que han salido del sistema. Es de notar que estos contratos pueden volver a comercializarse.

Gráfico 1. Contratos activos y contratos al día



Fuente: CARE en base al informe de Gestión de AUREN

- El proyecto Pilay VII comenzó a construirse en 2022 y cuenta con un grado de avance superior al 81% de acuerdo a información auditada.
- El proyecto Pilay VIII y IV se desarrollan en los mismos padrones. Es de notar que estos también incluyen la nueva sede de una gremial y locales comerciales. Pilay VIII ya se encuentra en marcha.

- Pilay X y XI, que se ubican en la Ciudad de la Costa y es el primer proyecto del FF fuera de Montevideo, no han comenzado sus obras. Lo mismo ocurre con Pilay XII y XIII.
- Se adjudicaron 414 unidades en el año cerrado a noviembre 2024, más de 120 unidades por encima de lo previsto de acuerdo a las obligaciones del Fideicomiso con los grupos de fideicomitentes. Esto supera en más de 30% las obligaciones prorrateadas con los Fideicomitentes del Proyecto Joven (UJ) y Proyecto Vivienda (UV) (contratos al día y con antigüedad mínima de un año).
- El Fiduciario realiza, a solicitud del BCU⁴, un informe financiero cuyas proyecciones están auditadas por AUREN. En dichas proyecciones se testea la solidez del Sistema, considerando el número de Fideicomitentes B, los ingresos por cuotas, los compromisos asumidos y los gastos de estructura del Fideicomiso. En dicho informe se simula que el Fideicomiso pueda asumir todas sus obligaciones futuras con los fideicomitentes, limitando su venta a vender los contratos inactivos. A la confección de la presente actualización, ya se han realizado actualizaciones anuales que demuestran la solvencia y performance del Fideicomiso en el período 2025-2044.

4. Información analizada

- Informes de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 30/11/2024 (Informe de procedimientos de auditoría previamente acordados- PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN al 31 de diciembre de 2024. (marzo 2025)
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2024.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2024.
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay (diciembre 2024).
- Informe sectorial del mercado de vivienda a marzo del 2025 elaborado por Ec. Mayid Sader y Ec. Serrana Calvete
- Informe jurídico del estudio Olivera Abogados de fecha 25 de marzo de 2025 (Anexo 1).

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

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Campiglia y Pilay I.
Fiduciario: Pilay Uruguay AFISA.
Constructor: Campiglia Construcciones representado por Tecnorel SA.

Entidad Representante: Bolsa de Valores de Montevideo.

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

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

Moneda de los CP: Pesos uruguayos.

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

Calificación de Riesgo de los certificados de participación): BBB (uy), Grado inversor mínimo

2. El análisis jurídico

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

1. *El Fideicomiso Financiero cuenta a la fecha con la aprobación del BCU y la conclusión afirmativa del MEF, respecto a que tal modalidad no constituye un grupo de ahorro previo sujeto a la normativa de intermediación financiera.*

- 2. La estructura jurídica cuenta con el respaldo técnico del BCU, quien instruyó a Pilay AFISA a transformar el fideicomiso original en un Fideicomiso Financiero, y por tanto el BCU ha ejercido sobre el mismo y sus operadores, los poderes de supervisión y control que tiene sobre todo emisor de valores en régimen de oferta pública.*
- 3. El Fideicomiso Financiero ha logrado la conformidad de todas las partes involucradas para que el mismo exista válidamente y administre el patrimonio de afectación de acuerdo con el alcance dado en el contrato de fideicomiso, y pueda ofrecer públicamente los valores que emite.*
- 4. Sin embargo, a la fecha se encuentran iniciados varias acciones de nulidad contra las resoluciones adoptadas por el BCU y el propio MEF relacionadas con el proceso de inscripción del Fideicomiso Financiero y Pilay AFISA en el registro de valores del BCU, lo cual impide afirmar que la referida estructura se encuentra a resguardo de eventuales contingencias jurídicas. Tales incertidumbres podrán ser disipadas una vez que se culminen los procesos jurisdiccionales iniciados ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo.*

Continuando con lo anterior, en actualizaciones anteriores se contrataron nuevamente los servicios de Olivera Abogados, de cuyo informe se transcriben los siguientes párrafos:

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

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

...En virtud de lo anterior, entendemos que desde el punto de vista de la estructura jurídica adoptada para llevar adelante la actividad desarrollada por el Fideicomiso Financiero han quedado firme los actos jurídicos que instruyeron su adecuación al régimen de fideicomisos financieros de oferta pública. Ello a su vez, luego del dictado del nuevo acto administrativo por parte del BCU respecto a la inscripción en el registro de emisores de valores de oferta pública de Pilay AFISA supone también que el Fiduciario se encuentra regularmente constituido y se han cumplido con las exigencias formales observadas por el TCA.

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

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

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

“Tomando como base lo informado con fecha 6 de abril de 2021 y, de conformidad con la información proporcionada oportunamente, no existen a la fecha nuevos elementos de juicio para revisar la legalidad del proceso de registro llevado a cabo por el ente regulador y su aplicación temporal, que pueda impactar en la estructura bajo análisis.”

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

Esta opinión se mantiene, en tanto no se han identificado nuevos elementos que modifiquen lo anterior.

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. En virtud de la sentencia del TCA, de las Resoluciones dictadas por el BCU y los sucesivos Informes Jurídicos mencionados párrafos arriba, se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera bajo. *Riesgo bajo.*

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

III. LA ADMINISTRACIÓN . EL FIDUCIARIO Y EL CONSTRUCTOR

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

1. Pilay Uruguay AFISA Administradora de Fondos de Inversión

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.

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 decenas de miles de clientes distribuidos entre varias ciudades, destacando 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 Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay y para administrarlo se constituye la firma Pilay Uruguay AFISA. Vale decir que la fiduciaria se crea con el objeto de desarrollar aquel fideicomiso al cual, a partir del año 2022, se le agrega una segunda operación denominada Fideicomiso Financiero M2 Pilay el cual, más allá de incorporar un producto innovador, repite en buena medida el sistema de la primera operación.

En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados al 31/12/2024 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial

| En miles de \$ | 31-dic.-24 | 31-dic.-23 | 31-dic.-22 |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Activo | 99.326 | 89.042 | 67.660 |
| Activo Corriente | 57.196 | 51.262 | 34.705 |
| Activo no Corriente | 42.130 | 37.780 | 32.955 |
| Pasivo | 12.055 | 16.035 | 12.973 |
| Pasivo Corriente | 12.055 | 16.035 | 12.973 |
| Pasivo no Corriente | - | - | - |
| Patrimonio | 87.272 | 73.008 | 54.688 |
| Total Pasivo y Patrimonio | 99.326 | 89.042 | 67.660 |
| Razón Corriente | 4,74 | 3,20 | 2,68 |

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Su situación patrimonial al término del periodo señalado no merece observaciones.

Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados

| En miles de \$ | 31-dic.-24 | 31-dic.-23 | 31-dic.-22 |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos de actividades | 82.444 | 58.222 | 53.794 |
| Resultado Bruto | 82.444 | 58.222 | 53.794 |
| Gastos de adm y ventas | (25.828) | (20.898) | (21.110) |
| Resultados diversos | (775) | (834) | (987) |
| Resultados de inv. y financ. | 3.972 | 1.487 | 2.443 |
| Res. Antes de impuestos | 59.813 | 37.977 | 34.139 |
| Impuesto a la renta | (15.499) | (9.657) | (12.911) |
| Resultado Neto | 44.314 | 28.320 | 21.228 |

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Al cierre del ejercicio 2024 los resultados siguen siendo positivos. En función de lo mencionado líneas arriba, particularmente por sus antecedentes en el satisfactorio desarrollo de ambos fideicomisos, se concluye que la idoneidad de Pilay Afisa para administrar estas operaciones no merece reparos.

2. La empresa constructora

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto constructivo. Como se ha señalado, un punto crucial de la calificación lo constituye la evaluación de la capacidad de gerenciamiento del proyecto que motiva la emisión, el cual se refuerza con la presencia de figuras de prestigio en el negocio en Uruguay. Para la ejecución de este proyecto, como se ha dicho, Pilay se unió a Campiglia Construcciones quien construye a través de distintas figuras jurídicas por lo que la situación patrimonial de dichas sociedades no son indicativas de la capacidad constructiva del grupo.

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

3. El Fideicomiso

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

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

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

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

Cuadro 3: Monto máximo a emitir por Clase CP

| Clase de CP | miles \$ |
|----------------|-------------------|
| S1B1CS | 11.813 |
| S1B1CE | 1.246.734 |
| S1B1CT | 2.774.218 |
| S1B1CA | 346.500 |
| S1B2CS | 11.813 |
| S1B2CE | 1.679.624 |
| S1B2CT | 3.812.863 |
| S1B2CA | 472.500 |
| S1BCMC | 401.800 |
| Totales | 10.757.864 |

Fuente: Campiglia Pilay

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

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

Al momento de realizar esta actualización se han tenido en cuenta los EE.CC. del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2024 con informe de auditoría independiente de AUREN. En los cuadros siguientes se exponen resumidamente sus estados de situación y resultados a esa fecha y respectivos comparativos con ejercicios anteriores.

Cuadro 4: Estados de Situación Patrimonial del fideicomiso

| En miles de \$ | 31-Dic-24 | 31-Dic-23 | 31-Dic-22 |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Activo | 5.260.747 | 4.854.367 | 4.118.094 |
| Activo Corriente | 3.019.793 | 2.745.237 | 2.346.282 |
| Activo no Corriente | 2.240.954 | 2.109.130 | 1.771.812 |
| Pasivo | 208.884 | 371.967 | 177.590 |
| Pasivo Corriente | 72.012 | 245.288 | 50.399 |
| Pasivo no Corriente | 136.872 | 126.679 | 127.191 |
| Patrimonio | 5.051.862 | 4.482.400 | 3.940.504 |
| Certificados de Participacion | 1.740.348 | 1.588.183 | 1.443.161 |
| Ajustes al patrimonio | 2.798.841 | 2.332.431 | 1.880.544 |
| Resultados acumulados | 512.673 | 561.786 | 616.798 |
| Total Pasivo y Patrimonio | 5.260.747 | 4.854.367 | 4.118.094 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso C.P.

Cuadro 5: Estados de Resultados del fideicomiso

| En miles de \$ | 31-Dic-24 | 31-Dic-23 | 31-Dic-22 |
|----------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Ingresos operativos | 99.874 | 104.455 | 868.249 |
| Egresos operativos | (177.297) | (167.467) | (518.295) |
| Otros ing/egr | 6.326 | 2.487 | 1.487 |
| Resultados de explotación | (71.097) | (60.525) | 351.441 |
| Resultados financieros | 22.151 | 5.715 | (30.893) |
| Impuesto a la renta | (168) | (202) | (185) |
| Resultado neto | (49.113) | (55.012) | 320.364 |

Fuente: EE.CC fideicomiso C.P.

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

Si bien se ha reflejado contablemente la entrega y goce del bien a dichos fideicomitentes y se ha reconocido el costo de los apartamentos, estos últimos continúan en el patrimonio fiduciario hasta tanto se formalice la compra venta y el fideicomitente cancele la totalidad de sus obligaciones. El saldo pendiente de cuotas, tiene un componente que varía en función de su actualización que se va ajustando con cada aumento. Al momento del pago, se refleja en los CP's. En el cuadro siguiente se exponen los CP's emitidos a diciembre de 2024 en valores nominales, su relación con el total a emitir previsto y su comparación con lo emitido hasta el año anterior, según las diferentes clases.

**Cuadro 6: FF Campiglia Pilay Emisión de CP's al 31/12/2024
(miles \$ valor nominal)**

| Clase | Previsto | 31/12/2024 | 31/12/2023 | % emitido | Incremento |
|----------------|-------------------|------------------|------------------|---------------|--------------|
| S1B1CS | 11.813 | 6.950 | 7.201 | 58,83% | -3,49% |
| S1B1CE | 1.246.734 | 461.846 | 432.477 | 37,04% | 6,79% |
| S1B1CT | 2.774.218 | 307.230 | 257.346 | 11,07% | 19,38% |
| S1B1CA | 346.500 | 86.057 | 78.749 | 24,84% | 9,28% |
| S1B2CS | 11.813 | 3.908 | 4.045 | 33,08% | -3,39% |
| S1B2CE | 1.679.624 | 379.866 | 363.355 | 22,62% | 4,54% |
| S1B2CT | 3.812.863 | 282.124 | 247.648 | 7,40% | 13,92% |
| S1B2CA | 472.500 | 74.588 | 66.776 | 15,79% | 11,70% |
| S1BCMC | 401.800 | 140.581 | 130.444 | 34,99% | 7,77% |
| Provisorio T.9 | | | 197 | 143 | |
| Totales | 10.757.864 | 1.743.346 | 1.588.183 | 16,21% | 9,77% |

Fuente: CARE en base a EE.CC del fideicomiso

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

En la última columna se expone el incremento de emisión entre los dos últimos años a efectos de seguir su evolución. Como queda dicho, la relación de esta estructura respecto a los valores máximos autorizados no habrá de variar por cuanto se canceló la venta de nuevos contratos por lo que el Fideicomiso está abocado a la construcción de unidades comprometidas, su entrega y la cobranza o traspaso de los contratos en circulación.

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

4. Auditoría de gestión

El fideicomiso está obligado por el BCU a presentar informe de auditoría externa de gestión, denominado "Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados" (PAPA). A esos efectos, ha contratado a la firma AUREN de origen español pero con presencia en muchos países del mundo. El último informe PAPA producido por AUREN fue al 30/11/2024. Uno de los objetivos del mismo es determinar el grado de cumplimiento de la adjudicación de viviendas en relación al compromiso que se deriva de los contratos respectivos. En tal sentido, el informe concluye, una vez más, que el Fideicomiso ha adjudicado más unidades de las que se obligaba por disposición contractual.

En efecto, al 30/11/2024, de acuerdo a las condiciones establecidas para ser adjudicatario, correspondía haber adjudicado 288 unidades a los beneficiarios del Grupo UJ (departamentos de 1 dormitorio) sin embargo, se adjudicaron 414 unidades (incluyendo un contrato categoría "propietarios").

Mientras que para el Grupo UV (departamentos de 2 dormitorios) hubiera correspondido adjudicar a la misma fecha, 189 unidades y en cambio se adjudicaron 248 unidades. En ambas tipologías, se refiere a varios edificios. Como se ha informado en actualizaciones anteriores, ya se han culminado varias obras así como comenzado otras, esto se analiza con mayor detalle en otra sección de este informe.

Como se sabe, desde el año 2021 este Fideicomiso canceló la venta de contratos nuevos al iniciar una nueva operación con características similares pero con adaptaciones que surgieron de esta experiencia; aunque se venden contratos discontinuados por beneficiarios originales. Un resumen del estado actual de los contratos y su evolución en los últimos 5 años se presenta en el cuadro siguiente:

Cuadro 7: evolución de Fideicomitentes B y contratos según categorías

| Concepto | 30/11/2024 | 30/11/2023 | 30/11/2022 | 30/11/2021 | 30/11/2020 |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Fideicomitentes B | 2.010 | 2.103 | 2.168 | 2.157 | 2.066 |
| Contratos | 2.418 | 2.528 | 2.624 | 2.611 | 2.563 |
| Fideicomitentes B activos | 1.487 | 1.576 | 1.690 | 1.754 | 1.515 |
| Contratos activos | 1.810 | 1.904 | 2.023 | 2.095 | 1.828 |
| Fideicomitentes al día | 1.310 | 1.371 | 1.451 | 1.542 | 1.327 |
| Contratos al día | 1.594 | 1.642 | 1.713 | 1.804 | 1.592 |

Fuente: Informes PAPA

Puede comprobarse que las cantidades en las distintas categorías han comenzado a descender; esto es consistente con el hecho de no realizar nuevas ventas, en cambio se han empezado a cancelar contratos. En este sentido el último informe PAPA da cuenta de 130 cancelaciones anticipadas así como de 5 contratos convertidos en propietarios.

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

Otra información que proporciona el informe de gestión refiere a la evolución del valor de las cuotas espera para cada uno de los dos productos. En tal sentido se destaca que la evolución histórica entre las variaciones del ICC, de la paramétrica de la empresa constructora, y de la cuota cobrada desde el momento de la constitución del contrato del Fideicomiso original (se toma como base agosto 2009) al mes de noviembre de 2024 (estimado), es la siguiente:

| Cuadro 8: variables de ajuste de cuota | |
|---|------|
| Periodo: agosto 2009 - noviembre 2024 | |
| ICC | 303% |
| Paramétrica | 313% |
| Cuota cobrada | 318% |

Fuente: Informe PAPA

Como se desprende del cuadro anterior, se puede observar que el Fideicomiso ajustó las cuotas hasta noviembre de 2024 por encima de lo establecido en el contrato. Esto ocurre porque al momento de hacer el ajuste no se cuenta con la información real de los últimos meses los que son estimados. Esto se va ajustando periódicamente.

Por último, respondiendo a otra exigencia del BCU, la fiduciaria sigue presentando el Informe sobre información financiera prospectiva analizado por Auren. En este caso actualizado al 31/12/2024 y proyectado al año 2044 AUREN informó que no tiene elementos como para controvertir lo sostenido por la fiduciaria aun admitiendo que dado el tiempo proyectado no hay forma de afirmar que no podrían producirse desvíos relevantes. Bajo esos supuestos, que lucen razonables, a juicio de la firma auditora, el fideicomiso cumpliría con sus objetivos.

Riesgos considerados:

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

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

Riesgo constructivo, que supone la falta de idoneidad para realizar el tipo de proyectos que se plantea, en las condiciones necesarias para su comercialización. La cobertura de este riesgo se encuentra satisfecha por los antecedentes de la empresa constructora contratada, así como por el procedimiento de realización de obras recogido en el prospecto. *Riesgo muy bajo.*

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

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

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

Riesgo por cambio de constructor, se encuentra previsto ante diversas contingencias.

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

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

Desde el año 2013 y con una periodicidad semestral, el BCU exige a Campiglia & Pilay presentar un informe auditado donde debe simular que se deja de vender y probar la capacidad que el Fideicomiso tiene de cumplir con los fideicomitentes. Este análisis se ha realizado en cada actualización, y ha podido demostrar que el Fideicomiso tiene la capacidad de cumplir con los derechos de los fideicomitentes, como ha venido ocurriendo. La última actualización de este informe de proyecciones financieras se realiza para el período 2025-2044 y mantiene el juicio anterior. En este sentido, el modelo ajusta la construcción de viviendas en función de los ingresos por cuotas de los Fideicomitentes B. En este sentido se prevén construir y entregar más de 2.300 unidades hasta el año 2044.

Más allá de lo anterior, CARE realiza anualmente otros análisis complementarios con el objetivo de generar información relevante sobre el Sistema Pilay y su rentabilidad relativa a otras alternativas para aquellos fideicomitentes que demandan el producto. **Es importante notar, como se desprende del prospecto, que la obligación del Fideicomiso radica en adjudicar la tenencia y propiedad de una unidad habitacional.** De esta forma, la comparación del producto con un uso alternativo de fondos resulta una aproximación respecto al atractivo para los potenciales demandantes. **En definitiva, la validación por parte de los fideicomitentes (futuros propietarios) favorece la aceptación del sistema Pilay y lo que permite que este cumpla con las obligaciones que aquí se califican.**

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

Por un lado, el Fideicomiso resolvió no comercializar nuevos contratos desde 2019, por lo que a nivel comercial solamente se colocan los contratos de Fideicomitentes que han dejado el Fideicomiso o cedido sus contratos. Por esto, la cantidad de Fideicomitentes y contratos activos se viene reduciendo en los últimos años y en 2024, los contratos activos se redujeron 5% respecto al año anterior. Se considera un fideicomitente activo aquel que no ha declarado

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

explícitamente su renuncia al sistema, y estos contratos pueden volver a ser comercializados por el Administrador tal fue comentado previamente. La relación de contratos al día/contratos activos mejoró en 2024 y es la más alta desde la creación del Fideicomiso (ver Gráfico 1 en la introducción de la calificación)

Por otro lado, el ritmo de adjudicación de unidades se mantiene por encima de las obligaciones contractuales, elemento que mantiene respecto a actualizaciones anteriores. A noviembre de 2024 se adjudicaron más de 410 unidades de contratos UJ y casi 250 de unidades de contratos UV, aproximadamente 30% por encima de lo requerido. Este sobrecumplimiento se juzga positivamente en las actualizaciones.

Por último, las proyecciones financieras comentadas previamente, reflejan el flujo de contratos inactivos a colocar en los próximos años, las obligaciones constructivas y la cantidad de unidades que deberán adjudicarse por año en los próximos años. De las proyecciones surge que se deberán construir más de 700 unidades entre 2025 y 2029. En vistas de los proyectos en curso (Pilay VII y VIII) y otros que aún no han comenzado pero se proyectan en los próximos años (Pilay IX y otros en Montevideo y Canelones) y el estándar de sobrecumplimiento de las obligaciones contractuales, es posible que el Fideicomiso produzca más unidades que las citadas previamente. Por otro lado, las proyecciones financieras mantienen la previsión de colocación de contratos inactivos, en once por mes.

2. Demanda por consumo: comparación con crédito hipotecario

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

Es importante realizar algunas consideraciones. El Sistema Pilay implica que el fideicomitente obtiene la tenencia del inmueble en distintos momentos del tiempo, afectando el flujo de pagos del usuario. Para simplificar el análisis, se calcula el Valor Presente Neto esperado asumiendo que el individuo tiene la misma probabilidad de recibir el inmueble a los 5, 10, 15 y 20 años.

En cuanto a la opción del crédito hipotecario, se debe tener presente que el ingreso líquido requerido como contraparte al solicitar un crédito a pagar en menos de 10 años es tan elevado que no permite a esta opción ser competitiva. Teniendo esto presente, se realiza la comparación entre el costo de financiamiento de adquirir una unidad habitacional a través del FF Campiglia & Pilay I con el costo asociado a un crédito hipotecario a un plazo de 15 o 20 años. El resultado de esta comparación mejora para el producto ofrecido por el Fideicomiso en relación a actualizaciones anteriores, aunque

este es una variable más a considerar en la comparación entre ambos productos, ya que existen otras dimensiones a considerar. Por un lado, ***aún una porción muy elevada de los hogares uruguayos no califica para obtener un crédito hipotecario*** (ver capítulo V de este informe). Adicionalmente, es importante señalar que para acceder al Sistema Pilay no se requiere ahorro previo, ni un ingreso mínimo base a diferencia del crédito hipotecario. ***Por lo anterior, el sistema Pilay tiene un público objetivo más amplio y que no necesariamente es sujeto de crédito hipotecario.***

Es importante notar que las tasas de interés de los créditos hipotecarios se mantienen bajas. Esta situación sumado a la apreciación del peso ocurrida en los últimos años (que abarata en términos relativos la compra de inmuebles vía crédito) uruguayo configuró un escenario relativamente favorable para el crédito en los últimos años, y que se recoge en su evolución temporal. Sin embargo, la intensa depreciación nominal del segundo semestre de 2024 corrigió parcialmente esto y la volatilidad actual asociada a los riesgos globales vinculados a factores comerciales y geopolíticos configuran un escenario de incertidumbre que podría afectar las decisiones de inversión y crédito de los hogares. De todas formas, debe tenerse presente que el cálculo del Valor Presente Neto dependerá del costo de las cuotas a pagar en cada alternativa y su evolución en el futuro: mientras que la cuota del FF dependerá de cómo evolucione el ICC o la paramétrica definida en el prospecto de emisión, para el crédito hipotecario está dependerá de la evolución del Índice de Precios al Consumidor.

Por último, se debe mencionar que más allá de la comparación anterior, ambas alternativas analizadas tienen sus ventajas y desventajas. Por una parte, por medio del financiamiento bancario, el individuo puede adquirir cualquier vivienda en el entorno del precio supuesto y que sea apta para una hipoteca, al tiempo que la recibe en el momento de preferencia. En cambio, a través del Fideicomiso sólo puede adquirir las viviendas construidas por el FF y la adquisición de la tenencia del inmueble dependerá de las modalidades y plazos de adjudicación definidos en el prospecto de emisión. Por otra parte, el individuo que accede al Fideicomiso no es necesario que pueda obtener un crédito hipotecario y no deberá afrontar los costos asociados a la financiación de un crédito (hipoteca, seguro de vida, cuenta bancaria, etc.), pudiendo adquirir una vivienda sin contar con ahorros previos mediante el Sistema Pilay. En este último punto, el mercado continúa validando el producto ofrecido por el FF y la adhesión se juzga elevada aún en un escenario que coyunturalmente abarató el crédito hipotecario en términos relativos, como en gran parte de 2023 y 2024.

3. Demanda por inversión: Tasa interna de retorno y costo de oportunidad del capital

a. Tasa Interna de Retorno esperada

Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso como alternativa de inversión, se estima que esta le permite obtener una rentabilidad anual de 7%. Esto asume que las cuotas pagadas por el Fideicomitente B se ajustan por un ICC que evoluciona en línea con una combinación de salarios y dólar, consistente con la historia de las variables⁶. Para los salarios se asume una evolución similar al PIB tendencial, en tanto el dólar nominal evoluciona en línea con el equilibrio externo (manteniendo

⁶. Como se destacó en el Capítulo 3, la diferencia entre el ajuste contractual y el ICC es mínima.

el TCR constante, en un escenario de inflación internacional de 2% y local de 7%). Es importante notar que estos valores se consideran para dimensionar la evolución en el largo plazo, reflejando una situación de equilibrio; sin embargo es posible que en el corto plazo estos valores no se alcanzan o difiera su relación, por lo que deben ser considerados en este marco.

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

Es importante destacar que el cálculo anterior se trata de una estimación de largo plazo, por lo que no contempla que puedan existir diferencias en el corto plazo producto del ciclo económico-financiero u otros acontecimientos que puedan generar desvíos transitorios sobre comportamiento de las variables respecto de su trayectoria de largo plazo. Por último, podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso con las curvas de rendimiento estimadas para el caso del Uruguay. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,3% y la curva en dólares (CUD) al mismo plazo en torno a 5,5%.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo expuesto anteriormente, en este punto se trata de señalar la capacidad de generar las viviendas en el plazo pactado. La información prospectiva sobre el cumplimiento de las obligaciones junto al sobrecumplimiento de las adjudicaciones anuales constituyen una fortaleza para el FF. Los contratos al día se mantienen en niveles altos. *Se considera que existe un riesgo bajo.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, el peso uruguayo y se consideran los correspondientes ajustes. El ajuste en la cuota que se indexa con el ICC mitiga el descalce lo que se considera una fortaleza. *Riesgo muy 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 Fideicomiso Campiglia & Pilay I, y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que pueden incidir directamente en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

Para la elaboración de esta calificación CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadoradora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes, listados al inicio, son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público y otra provista por el emisor.

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. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, con foco en el mercado de vivienda vinculado al Fideicomiso Campiglia & Pilay I. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial habría crecido levemente por encima de 3%, y el crecimiento esperado para 2025-2026 se ubica en 3,3%, según las estimaciones del FMI. Esto consolida un crecimiento relativamente bajo, en comparación con los primeros 20 años de este siglo. Del mismo modo, el escenario geopolítico vinculado a los conflictos en Medio Oriente y Europa y las novedades en el frente comercial con el nuevo gobierno en Estados Unidos, implican riesgos a la baja sobre el crecimiento global e incrementan la incertidumbre sobre la política económica y sus efectos comerciales, fiscales y financieros..

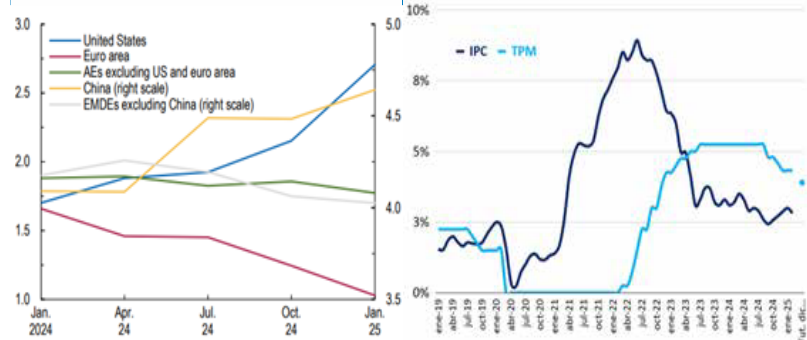
En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, en tanto la demanda interna se mantuvo robusta. Si bien el proceso de reducción de tasas de interés comenzó en la segunda mitad de 2024, cerrando el año en el eje de 4,25%-4,5%, la continuación de este fenómeno sería gradual y ha sido revisada al alza, en tanto los primeros anuncios del gobierno de Estados Unidos podrían impulsar focos inflacionarios y restringir la actividad económica, en el largo plazo. En particular, los anuncios de mayor proteccionismo en EE.UU con el aumento de aranceles a bienes importados de socios comerciales relevantes (Europa, China, Canadá, etc), podrían

implicar aumentos de precios en el corto plazo, mayor recaudación y cierto impulso económico. Sin embargo, la respuesta de estos socios comerciales y la duración de estos eventos podrían derivar en una reducción de los flujos comerciales producto del mayor proteccionismo, con impactos negativos en términos de ingresos, inflación y crecimiento. En este sentido, para el escenario financiero, si bien las tasas de interés se redujeron durante 2024, el escenario descrito previamente implica que estas no continuarán reduciéndose durante este año, manteniendo condiciones financieras algo más restrictivas para economías emergentes. Esto implicó que el dólar se fortaleciera a nivel global.

Tal vez la principal novedad en el ámbito internacional de los últimos meses se vincula al creciente proteccionismo comercial que parece consolidarse a nivel global. En este sentido, desde enero el gobierno de Trump anunció un incremento de tarifas y aranceles a distintos bienes y países, confirmando lo anunciado durante la campaña electoral. Esto parece tener dos objetivos: por un lado ser un elemento de negociación internacional, por otro, proteger a la economía de Estados Unidos en algunos sectores de actividad. En respuesta, tanto la UE como China, entre otros, han reaccionado, incrementando los aranceles a los productos estadounidenses. El resultado de esto es un incremento de la incertidumbre global, con impacto en la inversión y el crecimiento, que podrían ser asimétricos y de magnitud difícil de prever. En última instancia, al consolidarse un escenario más proteccionista los países tienden a cerrarse, los flujos comerciales se reducen y, por tanto, la demanda externa y el crecimiento podrían enfriarse.

Por lo anterior, el escenario financiero global es menos favorable que el observado durante el segundo semestre de 2024. Esto es producto de la trayectoria del dólar y las tasas de interés, pero también por los últimos eventos de política comercial internacional, que también tendrían impacto sobre la trayectoria del ciclo financiero.

Gráficos 2 y 3 – Evolución de Proyecciones del PIB 2025 y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



Fuente: FMI World Economic Outlook (enero 2025) y Fred St Louis.

Como se comentó en informes anteriores, durante el segundo semestre de 2024 en Uruguay se consolidó un fortalecimiento del dólar vinculado, por un lado, al escenario global descrito previamente y por otro, a eventos de risk off vinculados a factores de incertidumbre política como el plebiscito de la Reforma de la Seguridad Social. Si bien este último terminó siendo no aprobado, el dólar en Uruguay se mantuvo en niveles elevados, corrigiendo parcialmente la apreciación real que se había acumulado en los años

anteriores. De esta forma, Uruguay logró acomodar parcialmente sus precios relativos, ayudando a recomponer la rentabilidad de los sectores exportadores. En relación al sector inmobiliario, esto permitió mejorar los márgenes que se habían estrechado durante el período de fortalecimiento real del peso, con costos crecientes para el sector.

Es de notar, que si bien el dólar se deslizó durante el segundo semestre de 2024, esto no tuvo efectos significativos sobre la inflación, que se mantiene dentro del rango meta. No obstante, ante el aumento del dólar y las presiones inflacionarias sobre el componente tendencial de inflación, el COPOM resolvió aumentar en 50 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, ubicándose en 9%. Esto tiene como objetivo afectar las expectativas a plazos largos, afectando la trayectoria inflacionaria con el objetivo de que se mantenga en el rango meta.

De lo anterior se desprende un escenario de algo menos sostén para la demanda de vivienda, al menos en su efecto de precios relativos sobre los ingresos de los hogares. En este sentido, el fortalecimiento relativo del dólar afecta al consumo de durables, en general. Igualmente, durante 2024 el consumo privado se mantuvo como el principal driver de actividad económica, lo que junto al rebote post sequía y la mejora de precios relativos con Argentina, que mejora el perfil de intercambio de bienes y servicios y al mismo tiempo limita los desvíos de consumo hacia Argentina, implican un crecimiento estimado por encima del 3%. De todas formas, el crecimiento previsto para 2025 sería algo menor, producto de un escenario internacional más adverso.

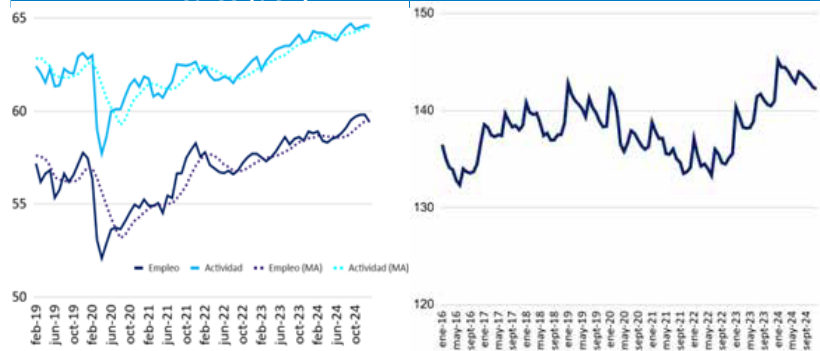
Gráfico 4 y 5 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)



Fuente: INE y BCU

En lo que refiere al mercado laboral, este se mantiene sólido en relación a la economía en su conjunto. En este sentido, si bien la economía no creció durante 2023, se crearon 40 mil empleos, lo que equivale a un aumento de 1,7 pp de la tasa de empleo. En 2024, el empleo siguió creciendo aunque a un ritmo algo menor, cerrando el año en niveles muy altos, también con altos niveles de actividad y bajo desempleo. Del lado salarial, las remuneraciones siguieron creciendo 2,6% en términos reales en el promedio del 2024, producto de los incrementos nominales y la moderación inflacionaria. En este sentido, tanto los indicadores del mercado laboral como la evolución salarial pautan una mejora en el ingreso de los hogares que fue fundamental para el desempeño del mercado inmobiliario recientemente.

Gráfico 6 y 7– Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)



Fuente: INE

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, de acuerdo a Uruguay XXI. 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 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 sectoriales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019), más moderada, 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 enlentece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en especial vinculada a la inestabilidad en Argentina. En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

2.2.2. Evolución reciente y perspectivas

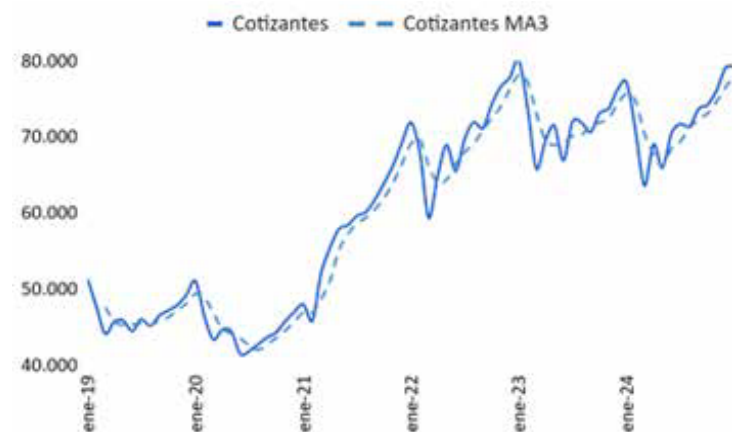
La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con importantes efectos reales en la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector evidenció un fuerte impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. En este sentido, la demanda privada experimentó un fuerte dinamismo producto de tres factores: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario en especial en bancos privados, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan cambios normativos

en los estímulos fiscales que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

El escenario de precios relativos tuvo un viraje durante el año: mientras en el primer semestre el dólar se debilitó respecto al peso, impulsando la demanda y desafiando los márgenes de los desarrollos nuevos, lo que a su vez implicó revisiones en los precios finales, este fenómeno se revirtió durante el segundo semestre, principalmente por factores externos. En particular, el resultado de las elecciones en Estados Unidos y las perspectivas de política económica que de allí se derivan, implicaron un cambio en la tendencia del dólar a nivel global.

Antes de ingresar en los fundamentos del mercado inmobiliario, es importante analizar algunas tendencias del sector, resumidas en indicadores que hacen a sus perspectivas y posicionamiento en cuanto al ciclo económico. En el marco de crecimiento de la economía y del mercado laboral que fue comentado en la primera sección de este capítulo, el sector de la construcción, y en particular los trabajadores cotizantes a la seguridad social también han tenido un crecimiento relevante en los últimos años. Si bien, parte de esto se debe a grandes obras de infraestructura; una vez disipados estos efectos se aprecia que los cotizantes al sector de construcción se mantienen en niveles muy altos, por encima de 70.000 empleos. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de la construcción han tenido un incremento significativo desde 2022, pero en particular en 2024 estos superaron 966 mil metros cuadrados, el mayor registro desde principios de 1980. El incremento de los permisos otorgados por la IMM es un indicador adelantado del sector, en este caso positivo, dado que cuando se ingresa un permiso, el desarrollador ya tiene asegurado el suelo, e invirtió en el diseño del proyecto arquitectónico.

Gráfico 8 – Puestos cotizantes a la Seguridad Social en la Construcción.



Fuente: BPS

En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

En términos generales, existen algo menos de 1,7 millones de viviendas, de las cuales se estima que 19,5% se encuentran desocupadas según los datos del Censo 2023. Esta información recoge, tanto el incremento de la oferta de viviendas de los últimos años, las tendencias demográficas y de formación de los hogares que se abordan a continuación y el uso de las viviendas. Montevideo es el departamento con el menor porcentaje de viviendas desocupadas (menos del 10%), mientras que Maldonado y Rocha son los que tienen un mayor porcentaje de desocupación, principalmente por la existencia de segundas residencias para uso temporal.

El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible 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 condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar las particularidades de los proyectos inmobiliarios a la hora de evaluar su desempeño y perspectivas.

El stock de viviendas existente 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 (hoy Vivienda Promovida), 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. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones. Del mismo modo el interior del país también ha visto un impulso de este tipo de emprendimientos más recientemente.

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 de 2020-2022 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos, en especial generando mayores beneficios y quitando los topes de precio de venta. ***Esto último re-impulsó la construcción de vivienda promovida.***

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 que implican menos habitantes por hogar.

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 permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. **En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde el año 2021, con aproximadamente 180 proyectos nuevos por año hasta 2023. Con información al cierre de 2024 se habrían promovido más de 200 proyectos durante el año pasado, aumentando respecto a años previos lo que constituye una señal de dinamismo para el sector de la vivienda.**

Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo. También es importante resaltar que el aumento de la oferta de vivienda habría actuado en favor de la baja de los alquileres en términos tendenciales en los últimos años.

ii. Demanda por consumo e inversión

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual, por un lado constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”, por otro 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. Los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población, las preferencias familiares y otros elementos de decisión 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 determinantes de los flujos de capital y el balance riesgo/retorno. Como es habitual, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

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. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto es producto de la baja natalidad que se viene evidenciando desde los 2000s, con una baja marcada en los hijos por mujer que se ubican en 1,7 según el último Censo. A esto se le suma el incremento de las defunciones post 2020, producto de las derivadas del COVID, lo que implicó que entre 2021 y 2023 la población uruguaya decreciera.

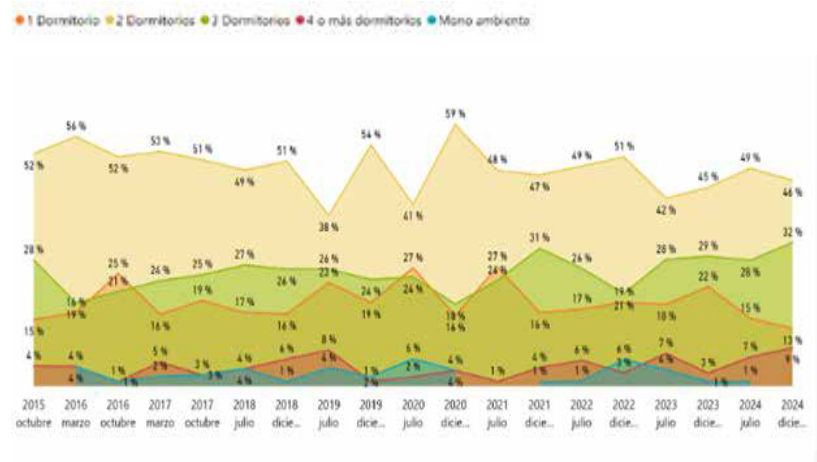
Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas no presionarán sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable.

Por otro lado, otras dinámicas estructurales vinculadas a las preferencias de los uruguayos y las decisiones del hogar han permitido compensar el bajo crecimiento demográfico y presionan el mercado de viviendas desde el lado de la demanda. 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 impactado directamente en el mercado de la vivienda. A modo de ejemplo, el último Censo indica que el tamaño medio del hogar se ubica en 2,5 personas y continúa la tendencia decreciente desde que se registra esta información. De hecho, en los registros anteriores (2011), la cantidad de personas por hogar se ubicaba en 2,8 personas. Del mismo modo, aproximadamente 29% del total de hogares son ocupados por una sola persona, mientras que 29,4% son ocupados por dos personas. Esta evolución refleja cambios en las dinámicas familiares y sociales, incluyendo la preferencia por hogares más pequeños. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas.

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 19 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 70% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 15% de la muestra. Sin embargo, otras fuentes complementarias vinculadas a la demanda efectiva en portales (como Mercado Libre e Infocasas) señalan la importancia de las tipologías de un ambiente y un dormitorio en la demanda inmobiliaria reciente.

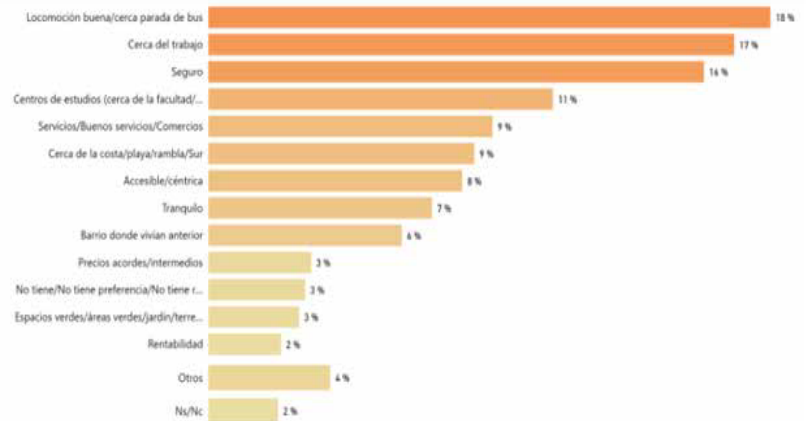
Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena locomoción y seguridad, próximo del trabajo y en una zona céntrica. **Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican en relación a las últimas olas de esta encuesta.** La configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales dentro de Montevideo, y confirmando el corrimiento al este de las preferencias hacia Ciudad de la Costa y El Pinar. Todos estos elementos se validan en la oferta provista por el Fideicomiso Campiglia & Pilay I. Incluso se proyectan dos edificios en Ciudad de la Costa, ampliando la oferta edilicia hacia Canelones.

Gráfico 10 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

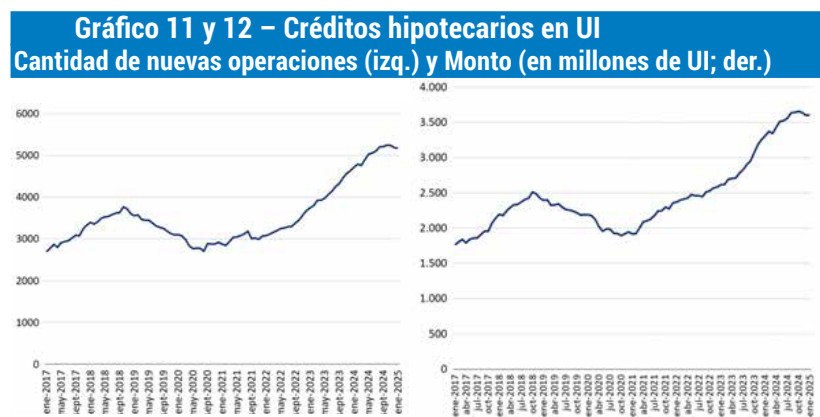
En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento bancario ha ganado peso como una alternativa de acceso a la vivienda, entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del crédito hipotecario es reducida en Uruguay, este ha venido incrementándose en los últimos años como fue destacado en informes anteriores y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento, como se analiza más adelante.

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo a las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubican entre 5% y 6% en los relevamientos realizados durante 2024.

ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares han venido incrementándose, lo que sumado a la apreciación real del peso favorecieron la compra de bienes durables. Sin embargo, en el último trimestre del año este fenómeno se revirtió producto del fortalecimiento global del dólar, que también ocurrió en Uruguay.

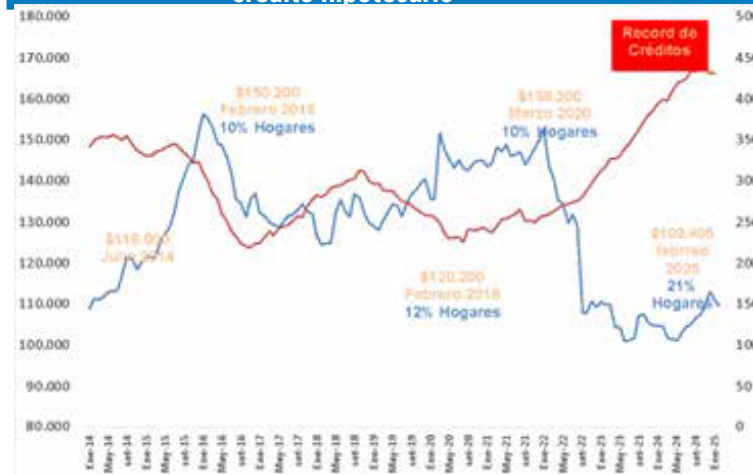
El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras trajeron aparejado una reducción en el costo de los créditos hipotecarios que derivó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a diciembre creció 12% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 10%. Es de notar que se aprecia cierto entencimiento sobre en el último trimestre del año respecto a los meses anteriores. Esto podría estar vinculado a la corrección del tipo de cambio y su impacto en el monto a financiar del lado de los demandantes de crédito (y vivienda); lo mismo a cierta retracción del mercado producto de los cambios normativos en relación a los deudores en UR. No obstante, el crédito sigue creciendo a tasas de dos dígitos al cierre del año. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se mantuvieron estables, cerrando el año en 4,8%.



Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se redujeron en los últimos años. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, solo un quinto de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

Gráfico 13 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sáder & Calvete (marzo 2025).

Al comparar este indicador con los resultados de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto aproximadamente la mitad de los encuestados piensa financiar la compra con un crédito.

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comenzó a revertirse en 2024, con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos. Sin embargo, la reducción de las tasas de interés sería mucho más gradual que lo previsto previamente, producto de que el proceso de desinflación ha sido más lento de lo previsto, que la economía de EE.UU mantiene el dinamismo en términos de empleo y actividad, y por último, que las políticas proteccionistas y de dólar fuerte impulsadas por el nuevo gobierno de EE.UU podrían implicar riesgos inflacionarios adicionales. Todo lo anterior, configura un escenario de tasas de interés relativamente estables, o al menos que no tendrán la reducción prevista hace algunos meses. Esto configura un escenario algo menos favorable, en derivada, para la inversión inmobiliaria en tanto el balance de riesgos/retorno se modificó en el margen. Al mismo tiempo es de notar que la fortaleza del dólar también alcanza al mercado local, lo que constituye un fenómeno diferente al observado durante gran parte de 2024

La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados. Del mismo modo, la Radiografía del Mercado Inmobiliario publicado por Infocasas resalta que la inversión es un driver de compra, en especial en los proyectos de Vivienda Promovida.

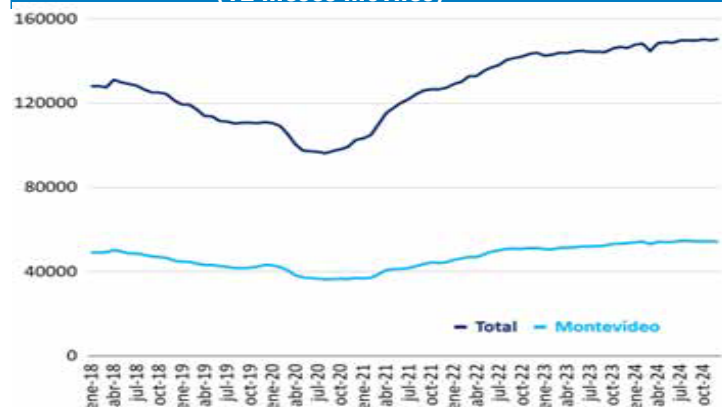
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma completa. Es por eso que debe ser complementada con fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y las operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores es favorable para el mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector, aunque en los últimos meses el ritmo de crecimiento se ha enlentecido lo que podría constituir una señal de mayor cautela.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido 1% en Montevideo y 3% para el total del país, durante 2024. Esto implica cierta desaceleración en el crecimiento, que se observa durante los últimos meses de 2024, coincidente con la depreciación del peso uruguayo.

Gráfico 14 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

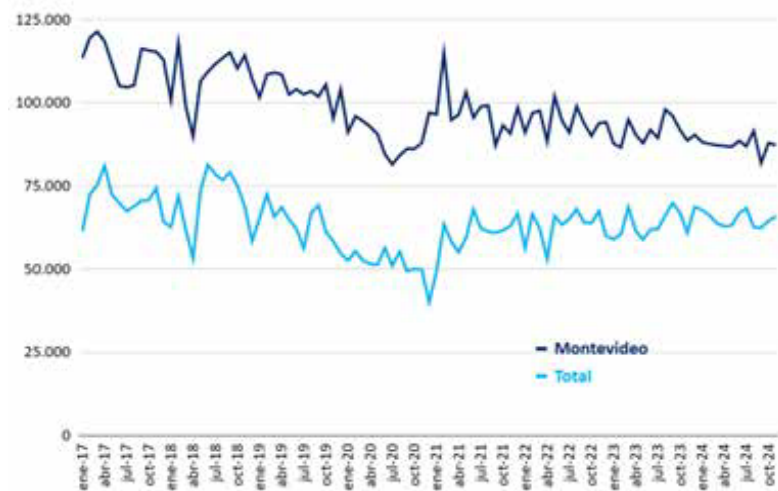
En cuanto a la recaudación del ITP, esta creció por debajo de 5% en pesos, lo que deja una reducción de 1% en términos reales durante 2024. Sin embargo deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro, los inmuebles bajo la Ley de Vivienda Promovida están exentos de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación de este impuesto.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados, en particular los primeros con registros muy elevados en la perspectiva histórica.

iii.ii. Evolución general de los precios

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 para 2024 muestra una leve baja en los precios promedio en dólares en Montevideo, y cierta tendencia creciente en el resto del país lo que denota cambios en la composición de las compraventas por zona, siendo Montevideo el departamento que más se ha beneficiado del régimen de Vivienda Promovida, más que cambios en la valorización relativa por geografía.

Gráfico 15 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares

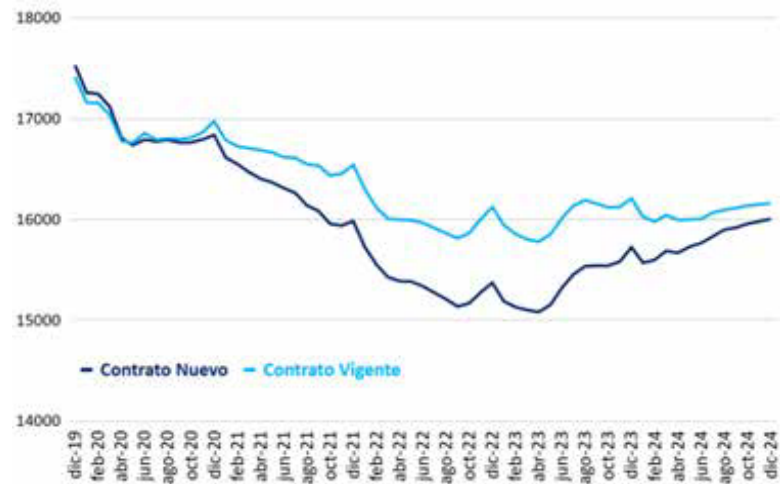


Fuente: INE en base a DNR

Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso.

En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios continúa reflejando el incremento en el stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas implicó un incremento de las viviendas disponibles para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, los contratos de alquiler aumentaron entre 5,2% y 7,4% durante 2024 para contratos vigentes y nuevos, respectivamente según información del INE. Esto implica un crecimiento real de entre -0,3% y 1,8%, según el tipo de contrato. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

Gráfico 16 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)



Fuente: INE en base a DNR

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, no es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido está vinculada a la debilidad del peso desde octubre asociada principalmente a factores externos, que puede implicar cierto enlentecimiento de la demanda como ya se ha observado en el crédito hipotecario. Mas allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias 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 anterior administración de gobierno ratificó este rumbo y la dotó 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, con impacto positivo en la generación de nuevos 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.

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 constructoras⁷.

Para la institucionalidad, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular. Por otro lado, las autoridades del Gobierno entrante han señalado la necesidad de obtener recursos para financiar las necesidades de gasto, y para esto plantean la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. Si bien aún no se conocen los detalles ni el alcance de esto, los regímenes COMAP, los estímulos a la Vivienda Promovida u otros esquemas generales o sectoriales podrían verse revisados en el corto y mediano plazo. Es de notar que el Gasto Tributario total ascendió a casi 5,3 MM en 2023, representando 6,8% del PIB, por lo que es esperable una revisión de alguno de los regímenes existentes.

⁷. 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>)

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. El mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; sin embargo la depreciación del peso si bien mejora la ecuación de rentabilidad de los desarrolladores, implica un enlentecimiento de la demanda por consumo e inversión, a lo que se suma tasas de interés más altas de lo previsto a nivel global.. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Es reducido ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados con el Gobierno entrantes. *Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la constructora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo generan puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo con el manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)⁸ de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁸ **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo (Riesgo medio-bajo)**



Ec. Santiago Rego

ANEXO I
INFORME JURIDICO

Montevideo, 25 de marzo de 2025

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

Atención: Ing. Julio Preve

Ref.: Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I

De nuestra mayor consideración:

Por la presente, tenemos el agrado de cumplir con la solicitud formulada por CARE Calificadora de Riesgos S.R.L. ("CARE") para emitir nuestra opinión legal en el marco del proceso de actualización del dictamen de calificación de riesgo elaborado por ésta respecto de los valores emitidos por el "Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I" (el "Fideicomiso Financiero").

1. Antecedentes

Como se ha sostenido en anteriores oportunidades, el Fideicomiso Financiero y los valores que el mismo emite, son el resultado de un proceso de adecuación jurídica realizado por Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. ("Pilay AFISA"), en el marco del análisis y actos de supervisión y control realizados por el Banco Central del Uruguay ("BCU") sobre la estructuración jurídica del negocio propuesto, el cual está destinado a ofrecer un producto de ahorro para el acceso a la vivienda.

En efecto, el Fideicomiso Financiero, su régimen de actuación y las actividades desarrolladas por su Fiduciario Financiero (PILAY AFISA), se encuentran sujetos al cumplimiento de las normas de Mercado de Valores vigentes, y especialmente a la supervisión y control del BCU como ente regulador del Mercado de Valores.

En función de lo expuesto, procederemos a emitir nuestra opinión legal relativa a las contingencias jurídicas del Fideicomiso Financiero y los valores que el mismo emite, abarcando el periodo comprendido entre nuestro último informe (23 de abril de 2024) a la fecha.

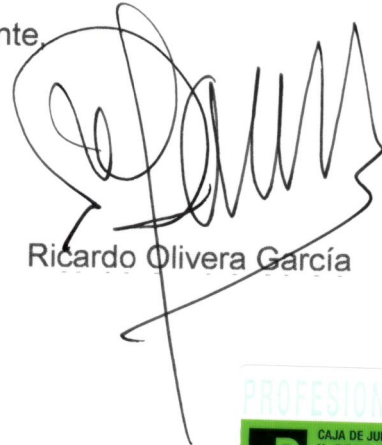
2. Opinión Legal

Tomando como base lo informado en anteriores oportunidades y, de conformidad con la información pública disponible, por la presente se informa que no se han identificado nuevos elementos que modifiquen el análisis de legalidad realizado en nuestro último informe.

No obstante, reiteramos que, conforme a la regulación del Mercado de Valores, corresponde a los inversores o potenciales inversores evaluar integralmente los riesgos, beneficios y características del instrumento financiero ofrecido. Para ello, deben considerar la información proporcionada por el emisor (incluyendo el informe de calificación de riesgo), conforme a la normativa vigente.

La calificación de riesgo, así como sus actualizaciones periódicas, constituyen una opinión basada en un manual de procedimiento registrado ante el BCU y, junto con otros datos exigidos, es un insumo más (y no el único elemento de valoración) que cada inversor debe analizar y valorar.

Sin otro particular, saludamos a Ud. muy atentamente.



Ricardo Olivera García

