CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2026

Juncal 1437 of 106 / Tel (598) 2914 8866
Montevideo / Uruguay
www.care.com.uy / care@care.com.uy

4		RESUMEN GENERAL
7	I	INTRODUCCIÓN
11	II	EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
14	III	LA ADMINISTRACION: ELFIDUCIARIO Y EL OPERADOR
18	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V	EL ENTORNO
42	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay.
13 - noviembre - 2026

Fecha de inicio:	Julio 2021
Denominación:	Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay
Fiduciario:	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
Agente de Registro y Pago:	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Importe de la emisión:	Certificados de Participación Fideicomitentes B por hasta $ 35.494.124.714 (pesos uruguayos) Certificados de Participación Fideicomitentes M2 por hasta $ 33.365.455.200
Plazo:	30 años
Activos del Fideicomiso:	Aportes realizados por los Fideicomitentes M2 y aportes realizados por los Fideicomitentes B, los inmuebles adquiridos, construcciones y todo otro activo adquirido por o producido por el FF.
Análisis jurídico de la calificación:	Olivera Asociados
Comité de Calificación:	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2027 .
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros[1]

[1] . Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE actualizó la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor[2].

Esta actualización analiza 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 respectivos contratos[3] . También, califica la posibilidad de obtener cierta rentabilidad para los inversores del Producto M2. La nota obtenida no representa una recomendación para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico cuyas principales conclusiones se recogen en el capítulo II y se adjuntó en la calificación original. En particular, al replicar la estructura jurídica de un instrumento ya validado por el Banco Central del Uruguay y el Tribunal de los Contencioso Administrativo no se advierten objeciones del punto de vista de la estructura jurídica elegida. Incluso, es importante destacar que en este FF se refuerza la gobernanza, agregando elementos de control adicionales a las funciones del Fiduciario.

- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero soporta una serie de comparaciones y escenarios, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto. A su vez, al igual que para la estructura jurídica, el "Producto Ladrillo" ya ha sido validado por el mercado en su antecedente directo. Este ha logrado viabilizar la tenencia de vivienda a los fideicomitentes en su antecesor, incluso ante coyunturas económicas desfavorables como el período de crisis del Covid-19. El lanzamiento comercial de este producto se realizó en marzo de 2022.

- Se agrega un nuevo Producto llamado M2 que permite al inversor (Fideicomitente M2) invertir en una unidad previamente establecida y obtener una renta variable que dependerá del método de enajenación de dicha Unidad. Esto abre el abanico de opciones de inversión y permite al Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay apalancar el financiamiento de las obras. Este producto también fue lanzado al mercado y constituye una innovación en el mercado inmobiliario.

- El Plan de Negocios prevé la construcción de apartamentos en un plazo de 30 años, en línea con el volumen de adhesiones que se alcance en el Plan de Negocios y recoge la evolución reciente de su antecedente directo (Campiglia & Pilay) en el "Producto Ladrillo". Cada edificio a construir será licitado en procesos competitivos.

[2]. Esta calificación comprende los dos tipos de productos ofrecidos por el FF.

[3]. Esta actualización debe analizarse en conjunto con la calificación original.

- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr su propósito de ofrecer a los Fideicomitentes B la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características descritas en los contratos. En concreto, el Producto Ladrillo permite que los fideicomitentes adquieran una vivienda, en línea con su antecedente directo. Comparada ésta con el crédito hipotecario, y más allá de la coyuntura económica, el Producto Ladrillo viabiliza la adquisición de una vivienda a personas que no son pasibles de acceder al crédito hipotecario o no cuentan con ahorro previo. El tipo de vivienda y condiciones se encuentran estipulados en los contratos correspondientes.

- El Producto M2 (para el Fideicomitente M2) facilita el acceso a un activo, con montos mínimos reducidos y es convertible, bajo determinados procesos, en una unidad habitacional. Desde la óptica de la Administración, este Producto permite adelantar la obra constructiva, ofreciendo un retorno al inversor variable que dependerá de la evolución del ICC y del mecanismo de enajenación de la Unidad. Todo esto está denominado en pesos, mitigando el riesgo de descalce.

- Sobre fines de 2025 culminaron las obras del primer edificio Pilay I (Charrúa), y en 2026 se iniciaron las obras del segundo edificio Pilay II (Distrito M), que aportará 63 unidades habitacionales y ya dispone de 47 garajes que pueden ser comercializados. Según información recogida y auditada por Auren al 31 de mayo de 2026 se habían adjudicado 46 unidades a los Fideicomitentes B lo que supera ampliamente lo comprometido en los contratos (20 adjudicaciones). Asimismo, a esa fecha la Fiduciaria había ya realizado 47 cancelaciones totales de M2 y 32 cancelaciones parciales de M2, a pesar de que aún no se configuró la fecha de la obligación establecida en el contrato.

- La información financiera prospectiva y el flujo de fondos proyectado para el período comprendido entre julio de 2026 y 2051, elaborados por el fiduciario y examinados por AUREN, indican que, de cumplirse los supuestos establecidos, se construirían y entregarían aproximadamente 2.988 unidades en total. Estos supuestos consideran los antecedentes del fideicomiso Campiglia & Pilay y el breve período de funcionamiento del actual.

- El proyecto general se orienta, hacia el segmento de un ambiente, con relativamente menos unidades dedicadas a uno y dos dormitorios. Si bien el segmento de monoambiente incrementa de forma significativa el público que podría acceder al FF, esto constituye una innovación para un producto de este tipo. Esto constituye un desafío aunque otras orientaciones generales de la demanda coinciden con las previstas en este Fideicomiso Financiero, de acuerdo a los informes del mercado inmobiliario contratados por CARE.

- A la fecha de esta actualización, el mercado inmobiliario mantiene buenos niveles de actividad, medida a través de la transaccionalidad y el desarrollo de nuevos proyectos en el sector vivienda, en segmentos similares a los que atiende este Fideicomiso. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

- Sin embargo, más recientemente el contexto macroeconómico y sectorial ha presentado algunas modificaciones durante 2026 que inciden sobre las perspectivas del mercado inmobiliario, aunque no necesariamente implican un cambio estructural en su evolución. El mercado inmobiliario mantiene niveles de actividad relevantes, apoyado en el empleo, los ingresos de los hogares y la expansión del crédito hipotecario. Si bien algunos indicadores muestran una moderación de la demanda y persisten riesgos vinculados a los costos de construcción y las condiciones financieras, no se observa una contracción generalizada del sector

- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Si bien durante 2026 se introdujeron modificaciones en los regímenes de promoción e incentivos fiscales, no se observan cambios que comprometan significativamente la continuidad del marco de apoyo al sector.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY".

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, del mercado de valores, así como de las calificadoras de riesgo. No obstante, la nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, el derecho de los fideicomitentes B a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional pre-acordada y de los Fideicomitentes M2 de obtener una rentabilidad adecuada por sus aportes, eventualmente pudiendo acceder a una propiedad bajo determinados procedimientos. En definitiva, la nota sigue, entre otros criterios, las características del producto ofrecido y el cumplimiento de los objetivos de los tenedores de certificados de participación. Para esto, se realizan distintos análisis comparativos que permiten analizar en qué medida el plan de negocios previsto cumple los objetivos de ambos tipos de Fideicomitentes.

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

El comité de calificación estuvo integrado por Adrián Tambler, Martín Durán Martínez y Julio Preve.

2. Antecedentes generales y características del negocio

- El objetivo del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY es dual, en tanto existen dos tipos de Fideicomitentes que adquieren certificados de participación. Por un lado, los Fideicomitentes B buscan obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional pre-acordada, se trata de un perfil de demanda por consumo del bien vivienda. El Fideicomitente B accede a una unidad luego del pago de una (1) cuota suscripción y doscientos cuarenta (240) cuotas mensuales llamadas Cuotas Espera o Cuotas Tenencia[4] , las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)[5] o una paramétrica que también aproxima la evolución del costo de la construcción. Entre estos se

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

[5]. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

distinguen cuatro tipos: el Fideicomitente B que integra cuotas al fideicomiso y adquiere los certificados de participación; el Fideicomitente B Beneficiado, que es el que ha resultado ganador en los actos de asignación de unidades y aún no tiene la tenencia del bien; Fideicomitente B Simple Tenedor, que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido; y el Fideicomitente B Adjudicado, a quién se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.

- Por otro lado, los llamados Fideicomitentes M2 integran dinero al fideicomiso adquiriendo Certificados de Participación que dan derecho a obtener una rentabilidad sobre una cantidad determinada de metros cuadrados de una Unidad de Referencia. El mínimo a invertir es el equivalente a medio metro cuadrado del costo de la unidad, ampliando la base de potenciales inversores con mínimos de inversión reducidos. Su retorno dependerá del resultado final de la enajenación de la unidad elegida, pudiendo, bajo algunas circunstancias, volverse propietarios de la unidad de referencia. Este tipo de Fideicomitente tiene un perfil inversor, buscando rentabilizar sus aportes.

- La Administración está a cargo de Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A, una compañía con amplia experiencia en este tipo de operaciones en el mercado local, contando con un antecedente directo en el Fideicomiso Campiglia & Pilay I. Es importante destacar que tanto la estructura jurídica como el modelo de negocios han funcionado correctamente, cumpliendo con los objetivos previstos y siendo calificados con grado inversor por parte de CARE. A su vez, el modelo de negocios ha sorteado con éxito el contexto de crisis sanitaria, manteniendo altos niveles de adhesión y morosidad reducida. También es de orden señalar que el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I ha dejado de comercializar contratos nuevos en 2020 en vistas de la creación de este nuevo Fideicomiso.

- El instrumento ofrecido por M2 Pilay Uruguay, incorpora, a diferencia de su antecedente directo, una porción sustancial de unidades de un ambiente. Esto extiende el público potencial del Fideicomiso, tanto en sus opciones Ladrillo cómo M2. Esto constituye una forma de acceso alternativa a una vivienda, siguiendo los antecedentes recogidos en experiencias anteriores.

- En 2022, se lanzó el Proyecto Pilay I (Proyecto Charrúa), firmando un contrato con la constructora Norte. Este proyecto consistió en la construcción de 69 monoambientes en el Centro de Montevideo. El costo del terreno ascendió a USD 650 mil. Este primer proyecto constructivo culminó en 2025 y en ese mismo año comenzaron con las adjudicaciones a los Fideicomitentes.

- El Producto M2 ha ganado el Premio Nova de la ANII y el Premio Latinoamericano al Desarrollo Inmobiliario (LADI).

- Se completó la primera serie de Fideicomitentes (primer subgrupo en alcanzar 500 contratos) en marzo 2024. Esto genera la obligación por parte del Fideicomiso de adjudicar unidades de acuerdo al cronograma establecido.

3. Hechos Salientes del período[6]

- Al 31 de mayo de 2026, continúa el crecimiento de los Fideicomitentes y contratos.

  - El número total de Fideicomitentes a mayo de 2026 era de 1589 de los cuales un 70% eran B y el 30% restante M2. De ese total, hay 90 que son Fideicomitentes del producto ladrillo y también M2. El aumento respecto de noviembre de 2025 fue de 100 Fideicomitentes B y 8 Fideicomitentes M2
  - El número total de Fideicomitentes activos a mayo de 2026 era de aproximadamente 1.369 de los cuales unos 82 poseen contratos de los dos productos. En noviembre de 2025 había 1.204 fideicomitentes activos.
  - El número total de contratos activos a mayo de 2026 era de unos 1.687 de los cuales el 60% era por Producto Ladrillo. A noviembre de 2025 había 1.589 contratos activos.
  - En promedio desde el inicio del Fideicomiso se han comercializado unos 25 contratos por mes.
  - A mayo de 2026 se contaba con 100 contratos cedidos por parte de Fideicomitentes B que habían renunciado al Fideicomiso y manifestado su intención de ceder sus CPs. En el semestre diciembre 2025-mayo 2026 se llevaron a cabo 21 cesiones.

- Se mantienen niveles razonables de actividad y morosidad. Este último punto es relevante en tanto un Fideicomitente B debe estar al día con sus obligaciones para poder participar de la adjudicación de una vivienda.

- La obra Pilay I (Charrúa), fue entregada su totalidad el 31 de julio de 2025, y al 31 de mayo de 2026, la arquitecta independiente contratada a solicitud del BCU informa que el avance global acumulado del sector apartamentos es del 100% y el avance global acumulado del sector garaje es del 99,99%.

  - Al 31 de mayo de 2026 se llevan adjudicados 46 apartamentos (monoambientes), cuando por contrato deberían haberse adjudicado 20.
  - Si bien aún no se han configurado las condiciones contractuales para el inicio del pago a los Fideicomitentes M2 (acreditación del fin de obra), el Fiduciario ya ha realizado 47 cancelaciones de M2 (37 de contratos Opción Simple, 6 de Opción Compra y 4 de Opción Renta), y 32 cancelaciones parciales de M2, estas últimas en su totalidad de contratos de Opción Simple.

- El ritmo de las adjudicaciones está por encima de los compromisos asumidos y viene siendo superior al FF Campiglia Pilay en sus inicios, lo que según el Administrador sería efecto del apalancamiento de los M2.

- El 14 de abril de 2026 se firmó un Acuerdo Marco del Proyecto Distrito M (padrón matriz 427.706), que tendrá como destino la construcción del Proyecto Pilay II. A través de ese Acuerdo, el Fideicomiso adquiere 63 unidades de propiedad horizontal (sin construir y que van del piso 2 al 8) y 47 lugares de garaje (ya construidos), El precio pactado del acuerdo fue de USD 1,98 millones de dólares (IVA incluido), el cual será cancelado mediante la entrega de unidades construidas por el Fideicomiso). A la fecha de realización del presente informe, el Fiducuario informa que ya se han iniciado las obras, y que serán 92 apartamentos en total.

[6]. La información referida en este capítulo deriva del Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados -PAPA, auditado por AUREN

4. Información analizada

- Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados - PAPA al 31/05/2026 del FF M2 Pilay Uruguay. Elaborado por AUREN
- Informe sobre proyección financiera prospectiva analizado por AUREN al 30/06/2026
- Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio 2026
- Estados contables intermedios de Pilay AFISA al 30 de junio 2026
- Calificaciones de Riesgo del FF CAMPIGLIA & PILAY I y actualizaciones
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay (agosto 2026).
- Informe sectorial del mercado de vivienda - Ec. Mayid Sader y Ec. Serrana Calvete -setiembre 2026
- Calificación original y actualizaciones realizadas por CARE

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY
Fiduciario:	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores - BEVSA
Títulos emitidos y a emitirse:	Certificados de participación.
Activos del Fideicomiso:	Son activos del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes M2; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados.
Moneda de los CP:	Pesos uruguayos.
Importe de la Emisión:	Certificados de Participación para los Fideicomitentes M2 por hasta $33.365.455.200 y hasta $ 35.494.124.714 reajustables los Certificados de Participación Fideicomitentes B.
Calificación de Riesgo	(de BBB (uy), Grado inversor mínimo los certificados de participación):

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico que compone esta calificación recorre varios elementos que hacen a la estructura legal y su adecuación regulatoria, reflejando los derechos y obligaciones de las partes en el marco del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY. Este documento jurídico se incluye como anexo a esta calificación. Sin embargo, a continuación, se destacan las principales conclusiones.

En primer lugar, y luego de haber analizado el Proyecto de Prospecto de Emisión del Fideicomiso Financiero M² Pilay Uruguay y sus Anexos, el Proyecto de Contrato de Fideicomiso Financiero y el Memorándum de entendimiento entre Pilay AFISA y Banco Santander S.A., el análisis jurídico señala que el Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY replica la estructuración jurídica

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

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

En particular, el Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY refuerza la gobernanza del Fideicomiso al introducir la figura del Comité de Vigilancia, en línea con las actuales prácticas en materia de gobernanza de fideicomisos financieros de oferta pública. Este Comité de Vigilancia busca servir de control a las actividades que desarrolla el Fiduciario, en especial las actividades previstas en el artículo 184.4 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores. Además de estas, en este caso se agrega la potestad de "evaluar y considerar aquellas operaciones que impliquen un endeudamiento que utilice como respaldo el Patrimonio Fiduciario." El informe jurídico resalta este elemento en tanto, ***"este agregado es relevante considerando que el Fiduciario tiene la potestad de invertir los fondos aportados por los Fideicomitentes a efectos de rentabilizar y mantener actualizados los Fondos Líquidos, lo que incluye la facultad de invertir en cualquier otro fideicomiso administrado por el Fiduciario."***

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

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

Por todo lo anterior, el informe jurídico concluye que:

"Puede afirmarse que la estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad que el Fideicomiso Financiero se propone realizar. "

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. Dado que este FF replica un instrumento ya validado por el BCU y ratificado por el TCA, se concluye que el riesgo jurídico de estructura es considerado bajo. *Riesgo bajo.*

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante eventuales situaciones de estrés constituye un atributo favorable del instrumento. Los certificados se han diseñado para ser líquidos, dentro de lo relativo al mercado uruguayo. Adicionalmente existe un procedimiento en el que se involucra la fiduciaria para poder salir de los mismos. *Riesgo medio.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

Estos son: Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión SA (Pilay AFISA) en calidad de administradora fiduciaria y emisora; y la Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA) como Entidad Representante.

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

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

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

Según surge de sus estatutos la representación de la sociedad la ejerce el Presidente o Vicepresidente indistintamente o dos directores actuando conjuntamente. Según acta de fecha 2/03/2020 se designó a Javier Agustín Vigo Gasparotti como Presidente del Directorio, cuyo cargo se encuentra actualmente vigente[7].

Antecedentes

Pilay Uruguay AFISA, en adelante PILA.UY, comercializa en Uruguay el denominado Sistema Pilay creado por la empresa Pilay S.A en la ciudad de Santa Fe, Argentina, en 1985.

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 este, más allá de incorporar un producto innovador, repite en buena medida el sistema de la primera operación.

Es decir, PILA.UY es una sociedad uruguaya con más de 17 años de actuación en el país sin que se haya registrado ningún inconveniente.

En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados intermedios al 30/06/2026 y su comparativo con periodos anteriores.

[7]. La mayoría del capital accionario, a partir de la donación que hiciera el Sr. Javier Vigo Leguizamón a sus hijos en 2026, está en manos de los hermanos Vigo Gasparotti. En particular, Javier Agustín (Presidente del Directorio) posee 47,50 % del total de las acciones de la firma.

Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situacion Patrimonial			
En miles de $	**30-jun.-26**	**31-dic.-25**	**31-dic.-24**
Activo	**122.505**	**108.843**	**99.326**
Activo Corriente	71.606	61.877	57.196
Activo no Corriente	50.899	46.966	42.130
Pasivo	**14.730**	**5.661**	**12.055**
Pasivo Corriente	14.730	5.661	12.055
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	**107.775**	**103.182**	**87.272**
Total Pasivo y Patrimonio	**122.505**	**108.843**	**99.326**
Razón Corriente	**4,86**	**10,93**	**4,74**

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Su situación patrimonial al término del periodo señalado no ofrece dificultades.

Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados			
En miles de $	**30-jun.-26**	**30-jun.-25**	**31-dic.-25**
Ingresos de actividades	**37.648**	**48.044**	**94.872**
Resultado Bruto	**37.648**	**48.044**	**94.872**
Gastos de adm y ventas	(7.033)	(13.328)	(28.781)
Resultados diversos	(394)	(825)	(1.194)
Resultados de inv. y financ.	2.354	328	1.383
Res. Antes de impuestos	**32.575**	**34.218**	**66.280**
Impuesto a la renta	(7.982)	(8.651)	(16.369)
Resultado Neto	**24.593**	**25.567**	**49.911**

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Al cierre del semestre finalizado en junio de 2026, 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. El Fideicomiso

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

El Fideicomiso cuenta con una serie de instrumentos de control que fortalecen la confianza en la marcha de sus negocios, destacamos:

- Comité de Vigilancia creado el 5/4/2022 y que asumió funciones a partir del 1/5/2022.
- Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados (PAPA); informe elaborado por Auren semestralmente (mayo y noviembre de cada año) en que se analiza en forma pormenorizada los avances del proyecto en todas las áreas (venta de CP´s, contratos firmados; obras en marcha, etc.)
- Información Financiera Prospectiva; informe semestral también elaborado por Auren presentado al 30 de junio y al 31 de diciembre de cada año, que analiza la razonabilidad de las proyecciones elaboradas por la Fiduciaria.

Estos informes constituyen un insumo importante en el análisis que se realiza en otras secciones de esta actualización.

Los CP´s emitidos al 30/06/2026 (comprendiendo ambas modalidades B y M2) alcanzaron un valor nominal de $ 899.2 millones ($ 760.5 millones al 31/12/2025).

Los reajustes a los CP´s surgen como consecuencia de la diferencia entre el valor de las cuotas al momento de la emisión y el valor nominal del CP correspondiente de acuerdo al Contrato de Fideicomiso, Sección VI, cláusula 6.1. Al final del periodo informado el ajuste fue de $ 102.7 millones.

En los cuadros siguientes se exponen el estado de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2026.

Cuadro 3: Pilay M2 - Estado de Situación del Fideicomiso

En miles de $	30-jun.-26	31-dic.-25	31-dic.-24
Activo	**708.019**	**541.771**	**329.788**
Activo Corriente	313.860	231.069	79.654
Activo no Corriente	394.159	310.702	250.133
Pasivo	**177.180**	**89.250**	**83.597**
Pasivo Corriente	71.975	53.624	52.122
Pasivo no Corriente	105.205	35.626	31.475
Patrimonio	**530.838**	**452.520**	**246.190**
Total Pasivo y Patrimonio	**708.019**	**541.770**	**329.788**
Razón Corriente	**4,36**	**4,31**	**1,53**

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Cuadro 4: Pilay M2 - Estado de Resultados del Fideicomiso

En miles de $	30-jun.-26	30-jun.-25	31-dic.-25
Ingresos operativos	9.103	1.119	300.477
Egresos operativos	(84.377)	(65.546)	(371.110)
Resultado Bruto	**(75.274)**	**(64.427)**	**(70.633)**
Otros resultados	-	7	8
Resultados financieros	(2.225)	(2.380)	(5.197)
Resultados antes IRAE	**(77.499)**	**(66.800)**	**(75.823)**
Impuesto a la renta	(115)	(39)	(79)
Resultado del periodo	**(77.615)**	**(66.840)**	**(75.901)**

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Los resultados negativos son consistentes con la fase temprana de un proyecto de estas características; los Fideicomitentes B y M2 asumen el pago de los costos constructivos y administrativos, los que fueron considerados a fin de determinar sus obligaciones. Debido a ello, el Fideicomiso registra circunstancialmente resultados negativos que se irán revirtiendo a medida que los fideicomitentes vayan cancelando los aportes que se obligan a realizar en el contrato. Dichos aportes contemplan los costos de construcción y los gastos de administración y de esa forma el Fideicomiso cumple con los compromisos constructivos.

Complementariamente, en este periodo se contó con el informe PAPA correspondiente al mes de mayo 2026 (el próximo será al cierre del mes de noviembre de los corrientes); y con un nuevo informe denominado *"Información Financiera Prospectiva"* (IFP) al 30 de junio de 2026 (el próximo será presentado al cierre del ejercicio en diciembre 2026). Ambos informes son elaborados por AUREN

Respecto al informe PAPA, presenta un análisis de los contratos realizados así como el estado de las obras.

En el cuadro siguiente, se expone lo informado al 31/05/2026 sobre los diferentes tipos de contratos y su comparación con el informe anterior al 30/11/2025.

Cuadro 5: Pilay M2 - contratos

Tipo	31-may.-26	30-nov.-25
Fideicomitantes B	1.113	1.013
Fideicomitentes M2	476	468
Total Fideicomitentes	**1.589**	**1.481**
Contratos	1.934	1.806
Contratos activos	1.687	1.589
Contratos al día	1.580	1.490

Fuente: Informe PAPA

El estado de las obras y de los negocios en general, es analizado en otra sección.

Riesgos considerados:

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de Pilay Uruguay Afisa y del Proyectista. En virtud de todos los análisis practicados; teniendo presente su reputación y antecedentes en los medios en los que ambos actúan, considerando de modo especial su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hace el fiduciario de aspectos centrales para su desempeño, así como de la entidad representante con amplias atribuciones; *se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es muy bajo.*

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

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

Riesgo por cambio de fiduciario está previsto en los casos correspondientes que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados. *Este riesgo se considera casi nulo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

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

Tal como se describió en la calificación original, el Producto Ladrillo (Fideicomitentes B) permite acceder a un apartamento luego del pago de una (1) cuota suscripción y doscientos cuarenta (240) cuotas mensuales llamadas Cuotas Espera o Cuotas Tenencia[8] , las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)[9] o una paramétrica incluida en el prospecto que también reproduce la evolución del costo de la construcción. Las unidades serán otorgadas de acuerdo con un sistema de puntaje o de adelantos dinerarios realizados por cada uno de ellos, ambos mecanismos exhaustivamente descritos en el Prospecto de Emisión.

En marzo de 2024 quedó completamente integrado el primer subgrupo de 500 Fideicomitentes B, esto implica que el Fideicomiso tiene la obligación de adjudicar unidades de acuerdo al cronograma establecido, el cual se ha venido sobrecumpliendo dado las fechas y el nivel de adjudicaciones. A mayo de 2026 se adjudicaron un total de 46 unidades, siendo 44 para el primer subgrupo -el único ya conformado y sobre el cual hay obligación de asignar unidades- y 2 unidades para el segundo subgrupo. Estas últimas dos unidades corresponden a adjudicaciones adicionales; este segundo subgrupo aún no se encuentra íntegramente constituido por lo que aún no hay obligación de asignación.

Las obligaciones prorrateadas para la serie integrada implicaba que debían adjudicarse al menos 20 unidades, y se asignaron 44; por lo tanto esta obligación se ha sobre cumplido. Esto se juzga favorablemente para el cometido del FF, y es un elemento que se mantiene.

Por otra parte, el Producto M2 permite invertir en el Fideicomiso para obtener una rentabilidad que será variable dependiendo del destino de los inmuebles. Para ello, a través de Certificados de Participación, el inversor adquiere una determinada cantidad de metros cuadrados de una unidad de referencia para luego obtener una rentabilidad al momento de enajenación del inmueble. El mínimo de ingreso es el costo de medio metro cuadrado, lo que reduce las barreras de entrada y amplía el público que puede acceder a este tipo de producto. Adicionalmente, el Fideicomitente que adquiera este tipo de participación (Producto M2) cuenta con la opción de solicitar el inmueble para uso propio bajo determinadas condiciones, que se detallan en el Contrato del Fideicomiso. Desde la perspectiva del FF, la alternativa del Producto M2 permite ofrecer un vehículo de inversión al público y con este financiar las obras de los distintos inmuebles.

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

[9]. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

Según información del Fideicomiso, auditada por Auren, al 31 de mayo de 2026 había aproximadamente 1110 Fideicomitentes B, de los cuales aproximadamente el 80% se encontraban activos. La adhesión se mantiene firme, y como se recoge en informes anteriores, la Fiduciaria no comercializa nuevos contratos del Fideicomiso Campiglia & Pilay (antecedente directo del que aquí se califica, en especial para el Producto Ladrillo). Los niveles globales de actividad y morosidad se mantienen adecuados, el 89% de los Fideicomitentes B están al día.

En cuanto a los Fideicomitentes M2, estos han aumentado significativamente en los últimos tiempos. Al 31 de mayo de 2026 había unos 476 fideicomitentes, todos ellos activos, ya que una vez adquirido el producto no hay que pagar cuotas. En total el FF tiene algo menos de 1300 Fideicomitentes activos, de los cuales una parte participa de los dos productos ofrecidos (81).

Como es habitual, AUREN ha analizado la información prospectiva sobre la marcha del fideicomiso que incluye las proyecciones de ingresos y egresos por los productos y las obras, ventas y compromisos asumidos entre julio de 2026 y 2051[10] . Los supuestos y las afirmaciones utilizadas para las proyecciones son aportadas por la dirección de PILAY Uruguay AFISA. A juicio de AUREN, del examen de la evidencia que sustenta los supuestos no surge nada que los lleve a concluir que los mismos no proporcionan una base razonable para las proyecciones presentadas.

El modelo ajusta el ritmo de construcción de unidades en función de los ingresos de fondos provenientes de las cuotas aportadas por los Fideicomitentes (B y M2). Se determina el número de unidades a construir anualmente a partir del cociente de los aportes y el costo de producción.

Los principales supuestos sobre ventas de contratos y adjudicaciones no han tenido variaciones sustanciales. En este sentido, se estima colocar aproximadamente 30 contratos del Producto Ladrillo por mes durante 6 años, que es el remanente de los 10 años en que el Fideicomiso puede vender nuevos contratos, lo cual estaría levemente por encima del desempeño reciente de este Fideicomiso (25). De estos, se estima que 72% optarán por monoambientes, 22 % por un dormitorio y el restante 5% por departamentos de dos dormitorios. Considerando los contratos activos totales, la reventa de contratos inactivos y la venta de contratos nuevos al ritmo mencionado, la cartera total asciende a 2.988 contratos.

Al tener dos productos diferenciados, el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay tiene también dos cometidos. Por un lado, proveer una vivienda de determinadas características a los Fideicomitenes B, por otro generar una rentabilidad a los Fideicomitentes M2 que será variable dependiendo del modo de enajenación y las condiciones del mercado. Por lo tanto, con el objetivo de analizar el producto ofrecido por el Fideicomiso, se realizan dos análisis para comparar los productos ofrecidos por el Fideicomiso con otras alternativas relevantes. De esta forma, para los primeros (producto Ladrillo) se evalúa, en un sentido amplio, la posibilidad de acceder a la unidad habitacional a través del sistema con la alternativa de hacerlo a través de un crédito hipotecario. En cuanto a los segundos (M2), se estima y compara la Tasa Interna de Retorno esperada de la inversión en el FF con respecto a algunas referencias en el mercado local. Los resultados se comentan a continuación.

[10]. Informe sobre información financiera prospectiva al 30 de junio de 2026.

Previo al análisis, es relevante destacar algunos elementos vinculados a los productos bajo análisis. Por un lado, este tiene una naturaleza diferente a otros Fideicomisos inmobiliarios, en tanto, ***los Fideicomitentes B buscan obtener la propiedad de una vivienda, cumpliendo con las obligaciones estipuladas en contratos.*** Esto implica que los Fideicomitentes B puedan ceder sus participaciones, mitigando potenciales riesgos de mora o impago de cara al Fideicomiso Financiero y permitiendo una salida al Fideicomitente. Del lado del Producto M2, si bien la rentabilidad está sujeta a la adjudicación de las unidades a Fideicomitentes B (u otros M2), en caso de no concretarse existen caminos alternativos como la propia compra por parte del Fideicomitente M2, o la posibilidad de enajenar o arrendar la unidad a un tercero. Por tanto, los escenarios de salida posibles para el Fideicomitente M2 son diversos.

El producto asociado a los Fideicomitentes B tiene como antecedente directo el desarrollo del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay, que viene cumpliendo con sus obligaciones y es evaluado con grado inversor por parte de CARE. A diferencia de su antecesor, el producto propuesto por este FF ha ampliado su mercado potencial, centrándose en gran medida en unidades de un ambiente. En esta línea, el edificio Charrúa, el primero ya construido, consta de monoambientes.

2. Demanda por consumo

El Producto Ladrillo tiene como cometido el acceso a una vivienda a los Fideicomitentes B a través de un novedoso sistema de financiamiento alternativo al préstamo bancario tradicional. Ambas opciones de financiamiento tienen características similares, y otras muy diferentes, con sus ventajas y sus desventajas, por lo que la comparación que aquí se plantea se realiza al solo efecto de tener una referencia en el mercado potencial. En ambos casos el individuo hace entregas periódicas previamente establecidas con una tasa de interés implícita en el caso del FF Pilay M2, o explícita para el préstamo bancario.

En cuanto a la opción del crédito hipotecario, se debe tener presente que no es posible financiar el 100% de la vivienda, por lo que se requiere de un ahorro previo que en muchos casos no está disponible y también es necesario justificar un nivel de ingreso líquido mínimo de acuerdo a la cuota del préstamo (ver capítulo V de este informe).

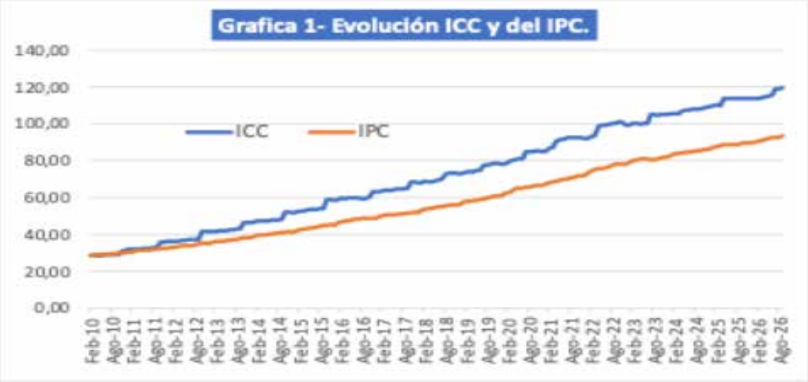
Por otra parte, el individuo que accede al Fideicomiso no tiene que ser sujeto de crédito, por lo que no deberá afrontar los costos asociados a la financiación y puede acceder a una vivienda sin contar con ahorros previos. Como fue anteriormente señalado, esto último constituye una restricción relevante para los hogares. Por otro lado, y como fue recogido previamente, se trata de un producto que ya se encuentra validado y que ha viabilizado la tenencia de vivienda en otro Fideicomiso con condiciones similares a este, el cual es evaluado con grado inversor por parte de CARE.

En suma, recogiendo el desempeño reciente del Producto Ladrillo, el nivel de adhesiones se mantiene estable en esta coyuntura, lo que resalta el interés del producto y su validación por parte del público objetivo en este FF.

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

Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso como alternativa de inversión (Fideicomitente M2) se estima una Tasa Interna de Retorno para el producto ofrecido por el FF. En primer lugar, el retorno del inversor dependerá del método de enajenación de la unidad habitacional en la cual invirtió. En concreto, el prospecto de emisión detalla dos métodos de enajenación: uno donde la unidad habitacional es adquirida por un Fideicomitente B u otro Fideicomitente M2 y otro dónde la unidad es adquirida por un tercero que previamente no contaba con participación en el FF (venta o alquiler). La ocurrencia del segundo método estará sujeto a la imposibilidad de colocar el inmueble bajo la primera opción.

En la primera de estas alternativas el Fideicomitente M2 recibirá el monto invertido en la correspondiente unidad habitacional ajustado por la suma de la evolución del Índice de Costos de la Construcción. Bajo este método de enajenación, la rentabilidad anual en pesos del Fideicomitente M2 se ubicaría en torno al 5-6% según la evolución del ICC que se supone para el mediano plazo[11]. Esta rentabilidad anual está por debajo del desempeño histórico del ICC, ya que en los últimos 10 o 20 años a setiembre de 2026, el ICC creció anualmente 6,9% y 9,3% respectivamente. Esto es consecuencia de la menor inflación y moderación de los incrementos de salarios de los últimos años y además a que el ICC ha ido moderando su aumento histórico por encima del IPC. Cabe recordar que este producto no tiene como objetivo central la obtención de una rentabilidad financiera, sino también convertirse sin exigencias previas de garantías, en un instrumento para acceder eventualmente a una vivienda o a rentas inmobiliarias.



Fuente: CARE en base al INE



Fuente: CARE en base al INE

[11]. Las características contractuales del Producto M2 hacen que su rentabilidad deba ser evaluada en un horizonte temporal de tres años, en tanto los pagos se realizan posteriores a la finalización de la obra.

En la segunda alternativa de enajenación el Fideicomitente M2 original recibirá una rentabilidad que será sensible a las condiciones de venta que el FF pacte con el correspondiente tercero por la unidad habitacional de referencia[12] . Bajo el supuesto de que la venta de la unidad se produce al momento de finalizar la construcción del inmueble (a los tres años del inicio de obras), la Tasa Interna de Retorno Anual se ubicaría en el eje de 8,1% para las distintas opciones constructivas[13]. Este resultado asume una evolución de las variables macroeconómicas, que puede no cumplirse anualmente pero permite generar una comparación en base a resultados de largo plazo.

A modo de benchmark, los resultados anteriores podrían ser comparados con las curvas de rendimiento de Uruguay, aunque se trata de productos distintos en cuanto a alcance, riesgo y características. A noviembre de este año, la curva en UI (CUI) se ubica en 2,14% a 3 años; en tanto la curva Pesos (ITLUP) se ubica en 7,19%.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. Se trata de señalar la capacidad de generar las viviendas de acuerdo con lo previsto. Pondera positivamente la aceptación del producto que antecede al ofrecido por este Fideicomiso, las adhesiones de Fideicomitentes B y el sobrecumplimiento de las adjudicaciones hasta el momento. El producto M2 también ha acelerado sus adhesiones en el último año. *Se considera que existe un riesgo medio/bajo.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en pesos, y los mecanismos de ajuste están todos vinculados al ICC (o paramétrica). Del mismo modo, la rentabilidad del Producto M2 también está prevista en pesos, evolucionando en línea con lo anterior. Esto genera que los cambios en el costo constructivo se reflejan en ingresos y egresos del FF. Por lo anterior, este riesgo se encuentra acotado. *Riesgo bajo.*

[12]. Estas condiciones están determinadas por dos factores cuya incidencia sobre el valor del inmueble es contrapuesta: la apreciación asociada a la evolución de largo plazo de los inmuebles en línea con el PIB tendencial de la economía y la depreciación asociada a la eventual dificultad para desprenderse del inmueble.

[13] Debe notarse que todas las estimaciones realizadas en el apartado asumen que el Índice de Costo de la Construcción evoluciona levemente por encima del IPC. Se trata de un supuesto de largo plazo, que podría diferir en el corto plazo. Análogamente, se supone que los inmuebles tienen una valorización anual en pesos constantes de 2,5%, en línea con la evolución de largo plazo del PIB tendencial. Se trata de un ejercicio de largo plazo.

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 Financiero M2 Pilay Uruguay, y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que inciden 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 calificadora 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 de carácter privado 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 viviendas de interés social, el mercado relevante para el producto ofrecido por el Fideicomiso. 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 2025, la economía mundial habría crecido aproximadamente 3,5%, mientras que las últimas proyecciones del FMI, publicadas en octubre de 2026, prevén un crecimiento de 3,1% para 2026 y 3,4% para 2027. Estas estimaciones reflejan una desaceleración de la actividad mundial durante el presente año y una posterior recuperación, aunque con diferencias significativas entre regiones y sectores. El escenario internacional continúa condicionado por la incertidumbre geopolítica, los efectos del conflicto en Medio Oriente sobre los mercados energéticos, las tensiones comerciales, los niveles de endeudamiento público y el desarrollo de las inversiones vinculadas a inteligencia artificial, que han contribuido a sostener la actividad en determinadas economías.

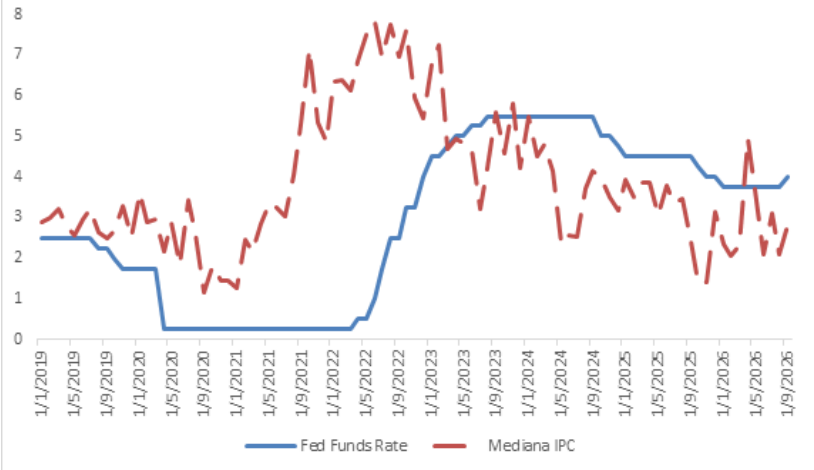
En este marco, las principales economías del mundo continúan mostrando desempeños dispares, con una política monetaria internacional que, si bien ha dejado atrás el tramo más contractivo del ciclo, ha evidenciado un cambio de orientación en los últimos meses. En particular, en su reunión del 16 de setiembre de 2026, la Reserva Federal de Estados Unidos resolvió incrementar su tasa de referencia en 25 puntos básicos, situándola en el rango de 3,75%-4,00%. La decisión respondió a la persistencia de presiones inflacionarias, en un contexto de crecimiento de la actividad económica y relativa estabilidad

del mercado laboral. Las minutas de esta reunión señalaron, además, que la mayoría de los participantes consideraba probable un aumento adicional de tasas antes de finalizar el año, aunque condicionado a la evolución de los indicadores económicos.

El conflicto en Medio Oriente continúa representando uno de los principales factores de riesgo para las perspectivas internacionales. Sus efectos sobre los precios del petróleo y otros insumos energéticos, los costos de transporte y las cadenas de suministro han introducido presiones adicionales sobre la inflación mundial. En este sentido, el FMI proyecta que la inflación global alcance 4,7% en 2026, para posteriormente moderarse a 4,1% en 2027. Una eventual intensificación o prolongación del conflicto podría modificar estas proyecciones, afectando negativamente el crecimiento y generando mayores presiones inflacionarias, especialmente en las economías importadoras de energía.

Además de esto, en Estados Unidos conviven otros elementos de incertidumbre institucional y política que podrían incidir sobre las expectativas económicas durante 2026. Por un lado, las elecciones de medio término previstas para el 3 de noviembre de 2026 definirán la composición del Congreso para la segunda mitad del mandato presidencial, lo que podría alterar el margen de maniobra para la implementación de políticas fiscales, regulatorias y presupuestarias. Por otro lado, el 22 de mayo de 2026 Kevin Warsh asumió la presidencia de la Reserva Federal, sucediendo a Jerome Powell. El cambio de conducción se produjo en un contexto de discusión sobre la orientación futura de la política monetaria y el papel de las comunicaciones del banco central en la formación de expectativas. Tanto la evolución del proceso electoral como las decisiones de política monetaria bajo la nueva conducción constituyen factores relevantes a monitorear, en la medida en que podrían modificar las expectativas del mercado con respecto a la orientación futura de la política económica y monetaria en la principal economía del mundo.

Gráfico 3 – Evolución de Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU



Fuente: Fred St Louis. Se toma como referencia el límite superior de la Fed Funds Rate.

En contextos de mayor incertidumbre geopolítica, tensiones bélicas y expectativas de tasas de interés elevadas durante períodos más prolongados, el dólar tiende a fortalecerse encareciendo el financiamiento global y generando mayores presiones sobre economías emergentes.

Durante 2026, el comportamiento de la moneda estadounidense estuvo condicionado por la evolución del conflicto en Medio Oriente, las modificaciones en las expectativas de política monetaria y los diferenciales de tasas de interés entre las principales economías. La evolución del petróleo y la persistencia de presiones inflacionarias han reducido el margen para nuevas bajas de tasas por parte de la Fed, mientras que la incertidumbre política asociada a las elecciones de noviembre constituye un factor adicional para los mercados financieros.

En conjunto, estos factores configuran un escenario internacional de crecimiento moderado, con riesgos asociados a una mayor persistencia de la inflación, tasas de interés internacionales más elevadas y eventuales episodios de volatilidad cambiaria y financiera. La materialización de estos riesgos podría afectar las condiciones de financiamiento y los flujos de capital hacia economías emergentes, incluyendo Uruguay.

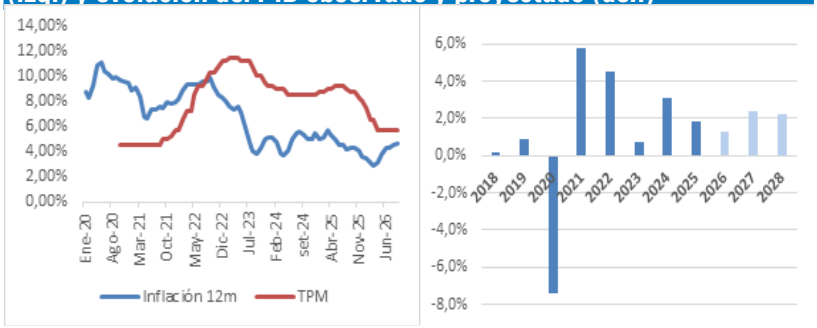
Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de risk off como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en 2025. Esto implicó que, luego de la corrección de precios relativos de 2024, el dólar se depreció más de 11% en 2025. Esta reversión respondió en buena medida a la caída global del dólar a nivel internacional, a expectativas sobre la economía estadounidense y al fortalecimiento relativo de monedas emergentes y regionales. Durante 2026, el tipo de cambio mostró oscilaciones y hacia mediados de octubre se ubicaba en el entorno de $40 por dólar, manteniéndose por debajo de los niveles de cierre de 2024.

Desde el punto de vista macroeconómico local, la apreciación del peso contribuyó a moderar la inflación transable y a reforzar el proceso de desinflación, aunque al mismo tiempo volvió a instalar la discusión sobre competitividad, atraso cambiario y márgenes del sector exportador y transable. No obstante, durante 2026 la inflación interanual registró un aumento respecto de los niveles observados a comienzos del año, pasando de 3,11% en febrero a 4,68% en setiembre. Esta evolución estuvo asociada, entre otros factores, a incrementos de precios en bienes importados, combustibles y algunos productos alimenticios, según lo señalado por el BCU.

En este contexto, Uruguay inició 2026 con una Tasa de Política Monetaria de 7,5%, nivel resultante de la decisión adoptada por el Banco Central del Uruguay en diciembre de 2025. El 26 de enero de 2026, la autoridad monetaria convocó a una reunión extraordinaria y en ella dispuso una reducción de 100 puntos básicos, llevando la tasa a 6,5%. Más adelante en el Copom del 3 de marzo de 2026 resolvió una nueva baja de 75 puntos básicos hasta el nivel actual de 5,75%. Este nivel se mantuvo durante las reuniones de abril, mayo, julio y agosto. Sin embargo, en el Copom del 8 de octubre, el BCU resolvió incrementar la TPM en 25 puntos básicos hasta 6%, señalando como objetivo preservar el anclaje de las expectativas de inflación y contribuir a su convergencia hacia la meta de 4,5% en el horizonte de política monetaria (24 meses). En esa instancia, las expectativas promedio relevadas por el organismo se ubicaban en 4,71%, mientras que la inflación efectiva había alcanzado 4,68% interanual en setiembre.

En cuanto al nivel de actividad, las últimas cifras de Cuentas Nacionales publicadas por el BCU muestran una contracción interanual del PIB de 0,5% en el segundo trimestre de 2026, junto con una caída desestacionalizada de 0,8% respecto del trimestre anterior. Desde el enfoque de la producción, este resultado estuvo explicado principalmente por la retracción del sector agropecuario, parcialmente compensada por el crecimiento de la industria manufacturera y de algunas actividades comerciales y de servicios. Desde la demanda, se registró un incremento del consumo y de la formación bruta de capital fijo, mientras que la demanda externa presentó una reducción

Gráficos 4 y 5 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y evolución del PIB observado y proyectado (der.)

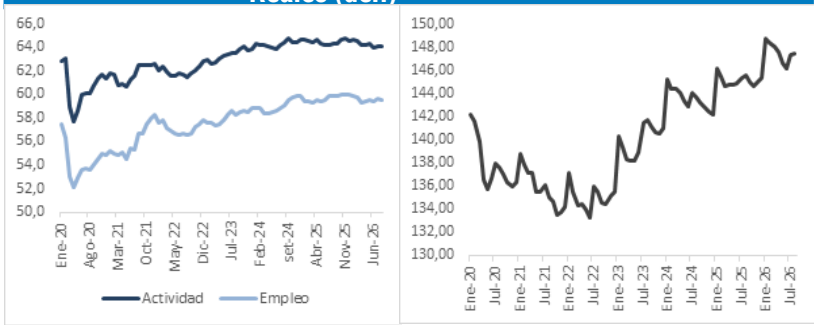


Fuente: INE, BCU, BM y IMF

En lo que refiere al mercado laboral, durante 2025 se observó una continuidad en los niveles de actividad y empleo. De acuerdo con estimaciones oficiales recogidas por el Ministerio de Economía y Finanzas sobre la base de datos del INE, en el promedio del año se generaron aproximadamente 26.000 puestos de trabajo respecto de 2024, en un contexto en el que se alcanzaron las mayores tasas de actividad y empleo de la última década. Los datos correspondientes a agosto de 2026 muestran una tasa de actividad de 64,1%, una tasa de empleo de 59,5% y una tasa de desempleo de 7,2%. En comparación con agosto de 2025, la tasa de actividad disminuyó 0,3 puntos porcentuales y la tasa de empleo 0,4 puntos porcentuales, mientras que el desempleo se mantuvo en el mismo nivel.

Por su parte, el Índice Medio de Salarios (IMS) registró en agosto de 2026 una variación acumulada de 5,14% y un incremento interanual de 5,89%. Considerando la inflación interanual de 4,55% registrada en agosto, esto representa un aumento aproximado de 1,28% del salario real respecto de igual mes del año anterior.

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



2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa una porción relevante de la actividad económica uruguaya, equivalente aproximadamente al 11% del PIB en 2023, según Uruguay XXI, considerando el conjunto de actividades inmobiliarias, y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario 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.

A partir de 2020, el mercado ingresó en una nueva etapa, inicialmente marcada por la disrupción de la pandemia y posteriormente por una recuperación de la actividad, mayor dinamismo en desarrollos y operaciones de vivienda, y cambios en los precios relativos, en la demanda por inversión y en las condiciones de financiamiento. En los años más recientes, esta etapa comenzó a mostrar una moderación en algunos indicadores de demanda y transaccionalidad, junto con diferencias en el desempeño de los distintos segmentos del mercado

En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

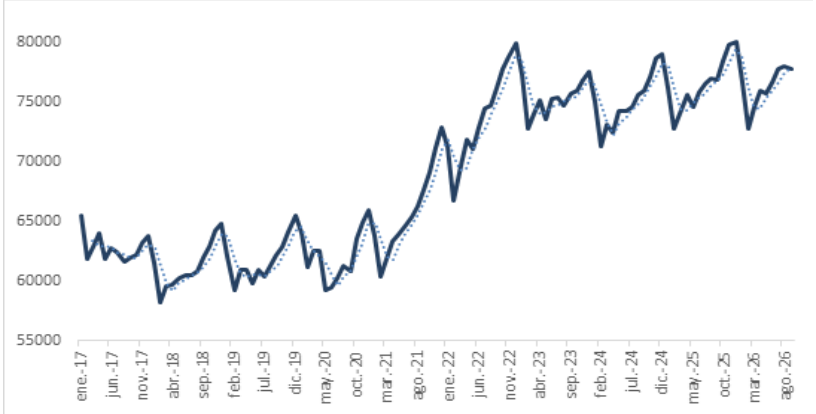
2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con efectos reales significativos sobre la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector mostró una recuperación y posterior dinamismo en desarrollos y operaciones inmobiliarias, especialmente en vivienda, aunque con cierta moderación del ritmo de crecimiento en los meses más recientes. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones. No obstante, la información correspondiente a 2026 muestra una mayor diferenciación entre los componentes de la

demanda. En particular, hay una menor incidencia de hogares en búsqueda activa de vivienda dentro de la población contactada, al tiempo que el motivo de inversión alcanza el mayor registro de la serie. Estas tendencias no necesariamente implican una contracción generalizada de las operaciones, pero introducen elementos de cautela respecto de la evolución de la demanda.

Antes de ingresar en el análisis de los fundamentos del mercado inmobiliario, es importante analizar algunas tendencias del sector, resumidas en indicadores relevantes 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 elevados respecto de los registros anteriores a 2022, y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Sin embargo, el comportamiento reciente de los puestos cotizantes presenta oscilaciones que deben considerarse al evaluar la evolución de la actividad, particularmente al comparar los registros mensuales con la tendencia suavizada. 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, señalando en su informe de setiembre de 2026 que la superficie autorizada en Montevideo alcanzó aproximadamente 1.187.000 metros cuadrados durante 2025. Esta cifra supone un aumento respecto de los registros utilizados en versiones anteriores del informe.

Gráfico 8 – Personas 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.

i. Oferta de vivienda

En términos generales, Uruguay cuenta con aproximadamente 1,6 millones de viviendas para 1,4 millones de hogares. Sin embargo, esta aparente suficiencia convive con descalces cualitativos y geográficos relevantes. En particular, según el Censo 2023, unas 323.000 viviendas se encuentran desocupadas, equivalentes a aproximadamente 19,5% del stock habitacional, categoría

que incluye viviendas destinadas a uso temporal, entre otras situaciones de desocupación. En este marco, Montevideo presenta una menor proporción de viviendas vacías, mientras que departamentos como Maldonado y Rocha concentran una parte significativa de este fenómeno, asociado al uso temporal de las unidades.

A su vez, el sector presenta un stock antiguo: más del 60% del stock edilicio tiene más de 40 años, lo que implica necesidades de reparación, adecuación funcional y mejoras constructivas. A esto se suma que se trata de un mercado fuertemente segmentado, con productos diferenciados por localización, tipología y poder adquisitivo, por lo que las características promedio del stock no necesariamente representan la realidad de todos los submercados. En consecuencia, las condiciones generales de la oferta constituyen un marco de referencia, pero deben complementarse con el análisis de las particularidades de cada zona y segmento.

El desarrollo de la oferta reciente ha estado fuertemente condicionado por el marco de política pública. La aprobación de la Ley 18.795 de Vivienda Promovida en 2011 introdujo instrumentos de incentivo que reorientaron la construcción hacia zonas céntricas y áreas de menor dinamismo relativo, contribuyendo al desarrollo de barrios como Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, así como al avance de proyectos fuera de Montevideo, particularmente en Canelones y, más recientemente, en otras zonas del interior. En la misma línea, las modificaciones normativas al decreto 329 introducidas desde 2020-22 junto con el régimen de promoción para proyectos de gran dimensión económica, contribuyeron a ampliar el universo de desarrollos y a sostener la expansión de la oferta en distintos segmentos del mercado.

En lo que refiere a la nueva oferta edilicia, continúan observándose cambios estructurales en las tipologías construidas. En particular, se consolida una tendencia hacia viviendas de menor tamaño y con menos dormitorios, en línea con los cambios demográficos y la menor cantidad de personas por hogar. En este sentido, la información más reciente confirma que la fragmentación de los hogares sigue avanzando - con un 29% de hogares unipersonales según el Censo 2023, lo que ha venido ajustando la oferta hacia unidades más compactas. A su vez, la Vivienda Promovida sigue concentrándose en el área metropolitana, aunque con una descentralización incipiente hacia otras localizaciones. De acuerdo con la ANV, al primer cuatrimestre de 2026 Montevideo concentraba el 79,7% de las declaraciones juradas acumuladas de ventas de viviendas promovidas, seguido por Canelones con 9,7% y Maldonado con 6,6%.

En este contexto, según información publicada por la ANV en su portal de Vivienda Promovida, el régimen acumula 1.858 proyectos promovidos, que comprenden 53.526 viviendas. De ese total, 194 proyectos promovidos no se llevaron a cabo por desistimiento del inversor o revocación. Por su parte, durante el primer cuatrimestre de 2026 se registraron 1.073 nuevas declaraciones juradas de ventas, un incremento de 4,2% respecto del cuatrimestre anterior. Si bien se mantiene el crecimiento en las ventas declaradas, el propio organismo señala que este se produce a un ritmo inferior al de períodos anteriores.

En suma, la oferta de vivienda en Uruguay muestra una combinación de expansión reciente, fuerte incidencia de los incentivos públicos y adaptación progresiva a los cambios en la estructura de los hogares. No obstante,

persisten desafíos vinculados a la antigüedad del stock, a la localización de parte de las viviendas vacías y a la heterogeneidad del mercado, elementos que condicionan tanto el acceso como la velocidad de ajuste entre oferta y demanda. A estos factores se agregan las diferencias entre la evolución de los proyectos promovidos, su grado de ejecución y la comercialización efectiva de las unidades, aspectos relevantes para evaluar la oferta disponible y su evolución futura.

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.

Según las últimas estimaciones y proyecciones de población del INE, correspondientes a la revisión de 2025, Uruguay continuaría registrando una reducción gradual de su población durante las próximas décadas, pasando de aproximadamente 3,5 millones de habitantes en 2024 a 3,4 millones en 2045 y 3 millones en 2070. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y aproximadamente el 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas vinculadas a la cantidad de personas no presionarán al alza sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable, aunque la inmigración y la redistribución territorial sí podrían tener cierta incidencia en determinados submercados.

Por otro lado, otras dinámicas de carácter sociales 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. No obstante, esta tendencia demográfica no necesariamente se traduce en una preferencia generalizada por viviendas de un dormitorio o monoambientes, ya que la demanda declarada continúa mostrando una participación importante de las unidades de dos dormitorios.

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. De acuerdo con esta encuesta el 49% de quienes buscaron vivienda en los últimos tres meses manifestaron preferencia por unidades de dos dormitorios, manteniéndose esta tipología como la más demandada entre los encuestados.

Es de notar que la preferencia por viviendas de dos dormitorios continúa predominando frente a las tipologías de mayor capacidad, en un contexto en el que el 55% de quienes buscaron vivienda manifestó interés por apartamentos. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes continúa representando una proporción minoritaria dentro de la encuesta, aunque otras fuentes de demanda inmobiliaria, como los portales de búsqueda, muestran una mayor incidencia de estas tipologías, particularmente en el segmento de inversión.

Gráfico 9 - Tipo de vivienda buscada por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"

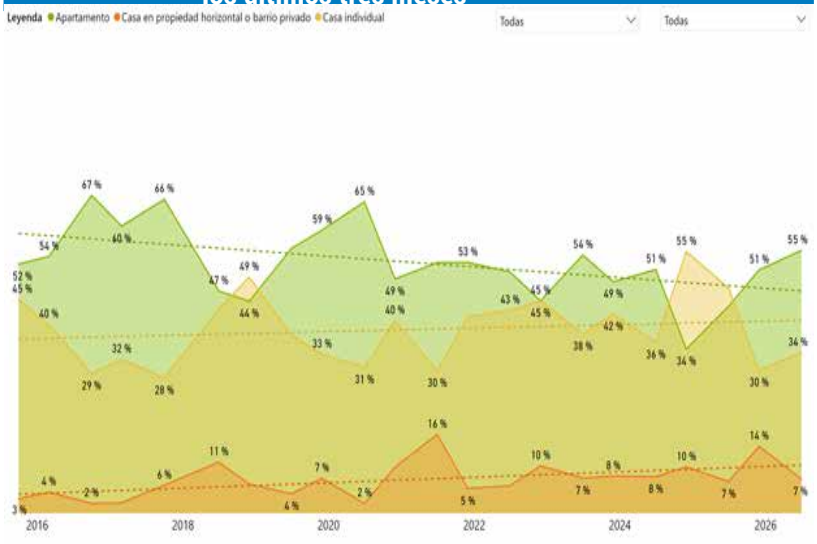
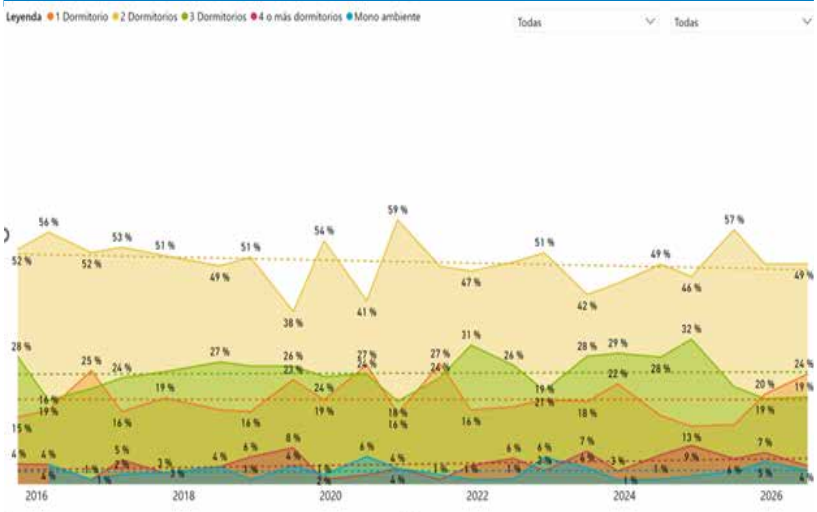
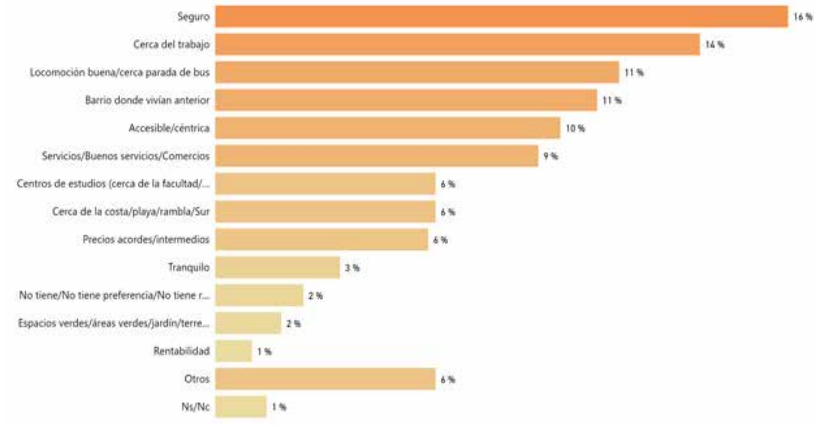


Gráfico 10 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena seguridad y transporte, próximo del trabajo y en una zona céntrica o accesible. Estos atributos vinculados al entorno geográfico de la vivienda continúan siendo determinantes en las preferencias declaradas de los encuestados. La seguridad se mantuvo como el primer atributo, aunque desde hace varias ediciones que se mantiene en el podio en cuanto a características preferidas. En particular, en la encuesta de julio de 2026, la seguridad incrementa su importancia entre quienes proyectan buscar vivienda en los próximos dos años, alcanzando el 24% de las menciones, frente al 16% entre quienes buscaron recientemente. La configuración de barrios más demandados también se mantiene en términos generales respecto a ediciones previas de la encuesta, siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales dentro de Montevideo, junto con la demanda por Ciudad de la Costa y El Pinar. Sin embargo, en las preferencias de búsqueda futura se observa un mayor interés relativo por Malvín y una moderación de la participación de Ciudad de la Costa respecto de los barrios costeros de Montevideo.

Gráfico 11 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



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 y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento, como se analizará más adelante. De acuerdo con el informe sectorial de Sáder y Calvete de setiembre de 2026, en el último año se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, con un ticket promedio cercano a US$ 108.500. A su vez, según información del BCU, el crédito hipotecario registró un crecimiento real interanual de 10,9% en agosto de 2026. No obstante, su incidencia sobre el total de compraventas continúa siendo acotada, por lo que su peso en la formación general de la demanda habitacional sigue siendo relativamente bajo.

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 con 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 a lo largo de los años, aunque en las mediciones de julio y diciembre de 2025 se ubicaron por encima de ese rango, alcanzando 7,3% y 7,1%, respectivamente. Sin embargo, en julio de 2026 el indicador descendió a 4,8%, ubicándose por debajo del promedio histórico de aproximadamente 5,5%. Este resultado representa una reducción de 2,3 puntos porcentuales respecto de diciembre de 2025 y refleja una menor rentabilidad bruta implícita en los precios declarados por los encuestados.

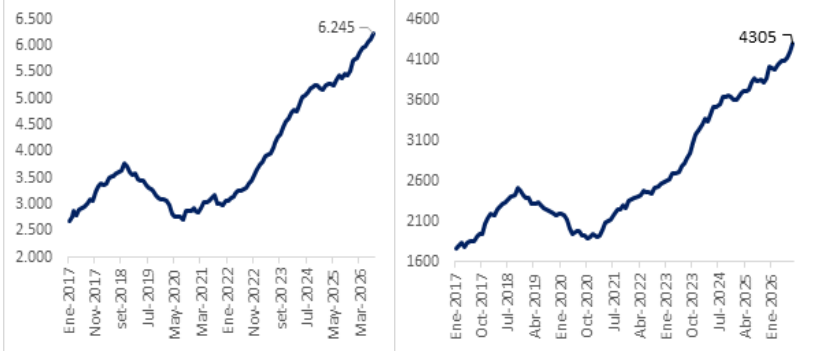
ii.i.ii. Factores Económicos

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. Este fenómeno tuvo una interrupción transitoria hacia fines de 2024, asociada al fortalecimiento global del dólar, pero volvió a observarse durante 2025 en un contexto de nueva depreciación de la moneda estadounidense a nivel internacional y de fortalecimiento relativo del peso uruguayo. Durante 2026, la evolución del tipo de cambio presentó mayor estabilidad, por lo que el efecto cambiario sobre la capacidad de compra de inmuebles expresados en dólares habría sido menos pronunciado que durante 2025. En paralelo, el comportamiento del ingreso real de los hogares continuó constituyendo una variable relevante para la demanda de vivienda, particularmente en los segmentos que requieren financiamiento.

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. Del mismo modo, las condiciones financieras favorables y las campañas impulsadas por algunas instituciones financieras, que buscan incrementar su share en el mercado de operaciones hipotecarias, implicaron una reducción en el costo de los créditos hipotecarios, lo que a su vez impulsó la demanda por estos instrumentos.

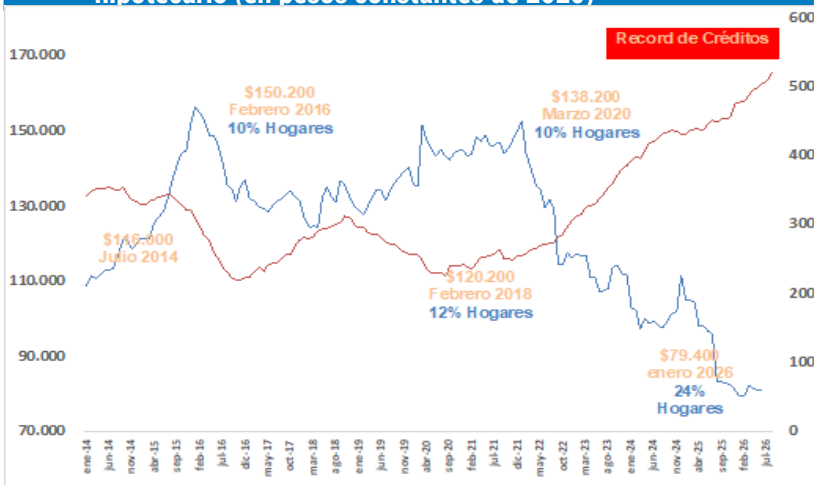
En el año móvil considerado a setiembre de 2026 se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, mientras que los nuevos créditos a la vivienda alcanzaron unos 4.305 millones de UI, equivalentes a aproximadamente US$ 650 millones anuales. El ticket promedio se ubicó en torno a US$ 108.500 y el stock de crédito hipotecario a las familias se situó en aproximadamente US$ 3.660 millones. De todas formas, si bien el crédito hipotecario continuó expandiéndose, se aprecia cierto enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las operaciones respecto a revisiones anteriores. Por su parte, las tasas de interés de los préstamos hipotecarios en UI se mantienen en términos generales en el entorno de 4% a 5%, con diferencias según institución, condiciones de acceso y perfil del deudor.

Gráficos 12 y 13 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI;



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 continuado creciendo, persisten restricciones de acceso que podrían limitar la expansión de la demanda financiada. Aunque ha apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales, aun siendo que las condiciones de financiamiento han presentado modificaciones 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. De acuerdo con la simulación presentada por Research Uruguay en julio de 2026, solamente el 24,1% de los hogares de Montevideo tendría ingresos suficientes para acceder a un crédito hipotecario destinado a financiar el 80% de una vivienda de aproximadamente US$ 180.000, a 25 años de plazo. Para ello, se estima necesario un ingreso líquido mensual del hogar de aproximadamente $ 139.700, considerando una cuota cercana a $ 41.900. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien las condiciones financieras se han modificado respecto de años anteriores, el resultado continúa mostrando que una proporción mayoritaria de los hogares no alcanzaría los ingresos requeridos para acceder a un crédito bajo los supuestos considerados.

Gráfico 14 - Ingreso mínimo del hogar para acceder a un crédito hipotecario (en pesos constantes de 2020)



Fuente: Sáder & Calvete (Septiembre 2026).

Al comparar este indicador con los resultados de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto una proporción relevante de los encuestados prevé recurrir al financiamiento bancario para concretar la compra. De acuerdo con el relevamiento de julio de 2026, el 30% de los encuestados manifestó que financiaría la operación mediante un préstamo de una institución financiera, mientras que el 48% recurriría al ahorro propio. Estas preferencias contrastan con las restricciones de acceso que enfrenta una parte importante de los hogares y con la reducida penetración efectiva del crédito hipotecario en las compraventas.

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, aunque la trayectoria posterior fue menos lineal que la prevista inicialmente.

Durante 2026, la política monetaria internacional presentó nuevas modificaciones, destacándose la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de incrementar su tasa de referencia en 25 puntos básicos en setiembre, hasta el rango de 3,75%-4,00%, en un contexto de persistencia de presiones inflacionarias. Esto implica que el costo de oportunidad de la inversión inmobiliaria continúa condicionado por la evolución de las tasas de interés internacionales y los rendimientos disponibles en otros activos financieros, sin que pueda identificarse una trayectoria sostenida de reducción del costo del capital.

Del mismo modo, a nivel local la tasa de interés de política monetaria también entró en una fase de recorte producto de la reducción de las presiones inflacionarias y la debilidad del dólar. No obstante, luego de los recortes

observados a comienzos de 2026, el BCU resolvió incrementar la Tasa de Política Monetaria a 6% en octubre. En este contexto, los efectos de la política monetaria sobre la inversión inmobiliaria dependerán, entre otros factores, de la evolución de las tasas reales, las condiciones de financiamiento y la rentabilidad esperada de los inmuebles.

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. En particular, el relevamiento de julio de 2026 muestra que el motivo inversión alcanzó el 15% de las búsquedas realizadas en los últimos tres meses, el mayor registro de la serie. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados. A su vez, 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. Sin embargo, el mayor interés declarado por la inversión coincide con una reducción de la rentabilidad bruta implícita estimada por Research Uruguay, que pasó de 7,1% en diciembre de 2025 a 4,8% en julio de 2026. Por tanto, si bien la inversión continúa siendo uno de los determinantes de la demanda de vivienda, su evolución debe analizarse considerando tanto las preferencias declaradas como los precios de adquisición, las rentas esperadas y el rendimiento de las alternativas financieras.

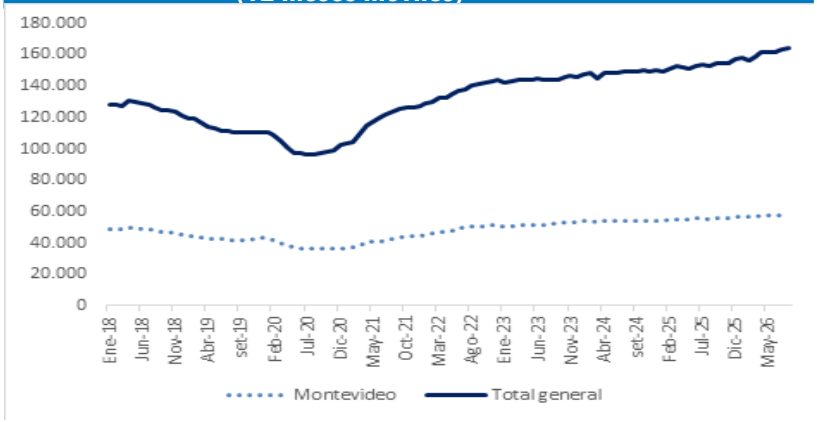
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y tiene rezagos 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.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la Dirección General de Registros (DGR), en agosto de 2026 se registraron 4.838 altas de compraventa de propiedades inmuebles en el total del país, lo que representa un crecimiento de 9,85% respecto del mismo mes del año anterior. De estas operaciones, el 33,59% correspondió a Montevideo, el 17,14% a Canelones y el 17,01% a Maldonado.

Gráfico 15 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (12 meses móviles)



En cuanto a la recaudación del ITP, según la DGI, durante los primeros siete meses de 2026 la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales se ubicó en torno a $ 2.360 millones, aproximadamente 6% por encima del mismo período de 2025 en términos nominales. Este registro indicaría una variación positiva de la recaudación, aunque más moderada que la observada durante 2025, cuando el impuesto acumuló un crecimiento nominal de 10,7% y real de 5,8%. 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 del ITP.

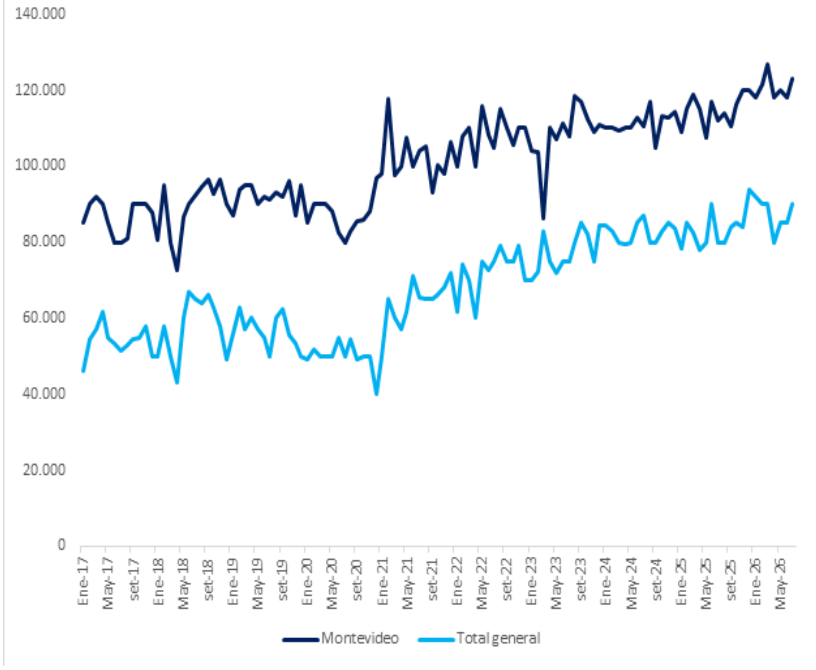
Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario con niveles de actividad relevantes, aunque con comportamientos diferenciados entre los indicadores disponibles. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados en comparación con los niveles anteriores a la expansión del sector registrada desde 2021. Sin embargo, la evolución de las compraventas y de otros indicadores de demanda señala la conveniencia de distinguir entre los niveles de actividad de la construcción y la comercialización efectiva de inmuebles.

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 General de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información más reciente del INE muestra que en julio de 2026 la mediana de los precios de las transacciones de propiedades inmuebles se ubicó en US$ 90.000 para el total del país, registrando una variación mensual de 5,88% y un incremento interanual de 12,50%. Estos resultados contrastan con la estabilidad y las correcciones observadas en algunas mediciones anteriores, aunque deben interpretarse considerando que la mediana refleja tanto la evolución de los precios como los cambios en las características y composición de los inmuebles efectivamente transados. Más allá de lo anterior, esta información puede complementarse con la provista por Sáder y Calvete, quienes en su informe de setiembre de

2026 señalan que los precios de la Vivienda Promovida expresados en dólares registraron variaciones diferenciadas según tipología y localización, por lo que no se aprecia una evolución uniforme de los precios en los distintos segmentos del mercado.

Gráfico 16 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares



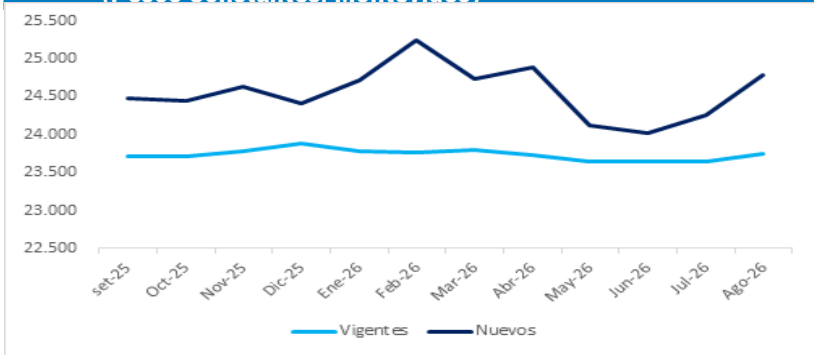
En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios debe analizarse en un contexto de incremento del stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo, aunque no es posible atribuir directamente a este factor la evolución de los arrendamientos. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas habría contribuido a ampliar la oferta disponible para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, de acuerdo con la información más reciente del INE, correspondiente a agosto de 2026, el precio promedio de los contratos de alquiler vigentes se ubicó en $22.413 mensuales para el total del país, registrando una variación mensual de 0,61%. Por su parte, la cantidad de contratos vigentes relevados ascendió a 150.909, con una variación mensual de -1,33%.

Cabe señalar que durante 2026 el INE amplió las fuentes utilizadas para elaborar estos indicadores, incorporando registros de aseguradoras privadas a los provenientes de ANDA y el Servicio de Garantía de Alquileres. Esta modificación introduce una discontinuidad metodológica respecto de los relevamientos anteriores, por lo que corresponde extremar los cuidados al realizar comparaciones interanuales.

Los datos disponibles muestran una evolución moderada de los precios nominales de alquiler, aunque no permiten por sí solos determinar la incidencia de la ampliación del parque habitacional sobre dicha trayectoria. 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, constituye un factor potencialmente relevante para la evolución de los precios y las condiciones de acceso al arrendamiento, cuyo impacto debe evaluarse considerando también la demanda, la localización y las características de las viviendas.

Gráfico 17 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)[14]



iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, el contexto macroeconómico y sectorial ha presentado algunas modificaciones durante 2026 que inciden sobre las perspectivas del mercado inmobiliario, aunque no necesariamente implican un cambio estructural en su evolución. La principal novedad en este sentido sigue siendo la apreciación real del peso, que ya ha mostrado alguna señal de reversión, junto con la evolución de las tasas de interés, las condiciones de financiamiento y los costos de construcción. Más allá de esto, los fundamentos estructurales de la demanda continúan vinculados al ingreso de los hogares, las condiciones de acceso al crédito y la demanda por inversión, la cantidad de viviendas en producción se mantiene en niveles relevantes y los fundamentos sociodemográficos del mercado siguen evolucionando en línea con las tendencias recientes.

No obstante, algunos indicadores sugieren una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda, reflejada en una menor intensidad de búsqueda y mayores dificultades para concretar operaciones, mientras que la rentabilidad implícita de la inversión inmobiliaria también ha registrado una reducción. Por otra parte, los indicadores de construcción, crédito hipotecario y compraventas mantienen niveles de actividad significativos. En conjunto, esta evidencia resulta consistente con una fase de moderación y mayor heterogeneidad entre los distintos segmentos del mercado, sin que pueda identificarse, por el momento, una contracción generalizada de la actividad inmobiliaria.

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.

14. A partir de abril de 2026, el INE amplió la cobertura de contratos de alquiler de 33,5% a 55,4% e introdujo una media recortada al 95% para calcular los precios promedio, afectando la comparabilidad con las series anteriores.

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. En el período de gobierno anterior 2020-2025, se realizaron ciertas modificaciones que dinamizaron estos proyectos, en particular con la eliminación del tope de precios, entre otros. Más recientemente, en 2025 el Poder Ejecutivo anunció nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial, proyectos con mayor impacto social y una mayor articulación con el Sistema Público de Vivienda.

Durante 2026, parte de estas modificaciones se concretaron mediante nuevas disposiciones normativas, especialmente en el programa habitacional Entre Todos. El Decreto 130/026, promulgado el 12 de junio de 2026, modificó las condiciones de funcionamiento de este programa, incorporando criterios vinculados a la escala de los proyectos, su localización y la disponibilidad de infraestructura urbana. En particular, estableció un límite de 100 viviendas para proyectos ubicados en zonas que no cuenten con adecuada conexión a infraestructura, equipamientos y servicios, admitiendo excepciones debidamente fundamentadas. A su vez, la normativa procuró unificar los criterios de subsidios habitacionales y fortalecer la intervención del MVOT en la evaluación de los proyectos.

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. Este régimen fue nuevamente ajustado en 2025 mediante el Decreto 85/025, que modificó el Decreto 138/020 y extendió su vigencia para proyectos presentados antes del 1° de enero de 2026.

Posteriormente, el Decreto 353/025, promulgado el 30 de diciembre de 2025 y vigente para proyectos presentados a partir del 1.º de enero de 2026, estableció un nuevo régimen de promoción de proyectos de Gran Dimensión Económica. Este instrumento mantiene la promoción de inversiones privadas en construcción, aunque introduce nuevas condiciones de elegibilidad, beneficios tributarios y mecanismos de seguimiento. Durante 2026, el MEF y la COMAP avanzaron en la implementación del nuevo régimen mediante la habilitación de procedimientos de presentación y adecuación de proyectos.

En lo que respecta a otras políticas públicas, ya se encuentra definido el Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029, en el que el foco de la política habitacional se orienta en buena medida a segmentos de la población de menores ingresos y a situaciones de vulnerabilidad habitacional. En este sentido, la política de vivienda tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional a través de cinco lineamientos estratégicos para guiar la inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda. Estos son: i) emergencia habitacional y vulnerabilidad; ii) acceso a la vivienda adecuada; iii) integración social y territorial; iv) acceso al suelo urbano; y v) fortalecimiento del SPV.

En el marco de la Ley de Presupuesto Nacional 2025-2029, se introdujeron además instrumentos destinados a ampliar los mecanismos de financiamiento habitacional, incluyendo la autorización para constituir un Fondo de Garantía de Créditos a la Vivienda Social dentro del Sistema Nacional de Garantías y la prórroga hasta diciembre de 2027 de la línea SiGa Entre Todos. Estas disposiciones amplían el marco institucional y financiero de las políticas de acceso a la vivienda.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras. En particular, la reglamentación de "Montevideo más cerca" [15] , actualizada en 2025, mantiene incentivos a la densificación y mayor flexibilidad normativa en determinados corredores urbanos, lo que continúa siendo una señal relevante para el sector.

A nivel institucional, 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, durante 2025 y 2026 las autoridades del Gobierno avanzaron en la revisión de los regímenes de promoción y estímulos fiscales, introduciendo modificaciones normativas que alcanzan tanto a los programas habitacionales como a la promoción de inversiones inmobiliarias. En ese marco, el régimen de Vivienda Promovida registró un cambio institucional mediante la Resolución 166/026, de setiembre de 2026, que delegó en el Ministro de Economía y Finanzas y en la Dirección General de Secretaría las atribuciones relativas al otorgamiento de beneficios tributarios de los proyectos comprendidos en la Ley 18.795. Esta modificación incorpora una intervención directa del MEF en el procedimiento de promoción, sin implicar por sí misma la eliminación de los beneficios existentes.

A su vez, los proyectos que no se encuadren en los programas habitacionales del MVOT cuentan con el régimen general de promoción de inversiones y con el nuevo instrumento de Gran Dimensión Económica, sujeto al cumplimiento de sus respectivas condiciones. Estos cambios podrían incidir en la formulación, localización y elegibilidad de nuevos desarrollos, así como en sus condiciones económicas y tributarias. Del lado de la demanda, se mantienen y amplían instrumentos de acceso a la vivienda mediante subsidios y garantías, incluyendo el Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios, que permite financiar hasta el 95% del valor de determinadas viviendas para hogares que cumplen los requisitos establecidos

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. El mercado inmobiliario mantiene niveles de actividad relevantes, apoyado en el empleo, los ingresos de los hogares y la expansión del crédito hipotecario. Si bien algunos indicadores muestran una moderación de la demanda y persisten riesgos vinculados a los costos de construcción y las condiciones financieras, no se observa una contracción generalizada del sector. *Se considera un nivel de riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Es reducido. La política de vivienda mantiene un amplio respaldo institucional y continúa promoviendo la inversión y el acceso a la vivienda. Si bien durante 2026 se introdujeron modificaciones en los regímenes de promoción e incentivos fiscales, no se observan cambios que comprometan significativamente la continuidad del marco de apoyo al sector. *Riesgo bajo.*

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)[16] de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían Tambler

[16] . ***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.***