

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, abril de 2026

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION: EL FIDUCIARIO Y EL CONSTRUCTOR
21	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
40	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero
Campiglia & Pilay I.
27 - abril - 2026**

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I
Fiduciario:	Pilay Uruguay AFISA.
Constructor:	Campiglia Construcciones representada por Tecnorel SA
Activos del Fideicomiso:	Aportes realizados por los Fideicomitentes A (ya cancelados), los aportes realizados por los Fideicomitentes B, los inmuebles adquiridos, construcciones y todo otro activo adquirido por o producido por el FF.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy Grado inversor mínimo.
Vigencia:	30 abril de 2027
Análisis jurídico de la calificación:	Olivera Asociados
Comité de Calificación	Julio Preve; Martin Durán; Adrián Tamber
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 "Campiglia y Pilay I" manteniendo la categoría BBB.uy de grado inversor.

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 contratos respectivos². La nota obtenida no representa una recomendación para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros.

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

- Como se verifica en la sección I y II y en sucesivos informes jurídicos, todas las resoluciones y sentencias referidas a la naturaleza del fideicomiso, a la inscripción del fiduciario y de los títulos, han quedado firmes.
- Se realizan los análisis de estrés financiero a diciembre 2025, a los que el BCU somete a la empresa año tras año. Allí se proyecta que el Fideicomiso puede asumir todas sus obligaciones futuras con los fideicomitentes, limitando su accionar a vender los contratos inactivos tal como fue resuelto en 2019 (ver memoria anual 2019 y actualización calificación abril 2020). Las estimaciones sobre esto guardan relación con la performance histórica del Fideicomiso. Los resultados del análisis siguen siendo adecuados y determinan cuántas unidades se deben producir para hacer frente a las obligaciones del Fideicomiso. Es importante notar que, a la fecha, las obligaciones de adjudicación de unidades han sido sobre cumplidas.
- Se dispuso de actualización de informes de Auditoría de Gestión (informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados) practicados por la empresa Auren. Al 30 de noviembre del 2025, se han adjudicado 798 viviendas, superando en 34,6% las obligaciones del Fideicomiso.
- En 2025 se entregó la obra del Pilay VII, se encuentran en curso las obras en Pilay VIII y IX, se iniciaron las obras en Pilay X y XI, mientras que se proyectan tres edificios más (Pilay XII, XIII y XIV), sobre los que ya se avanzó en la compra de los terrenos.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr su propósito, esto es obtener para los inversores la tenencia y posterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos. Las adjudicaciones por encima de lo comprometido son un elemento favorable a esta opinión. Esto viene ocurriendo hace varios años, por lo que CARE mantiene su visión favorable.

² Esta actualización debe analizarse en conjunto con la calificación de mayo de 2012 y sus actualizaciones.

- Pilay ofrece un producto que permite acceder a una vivienda a través de un sistema de financiación alternativo al crédito hipotecario. Si bien el Sistema Pilay ofrece un producto predefinido, no incluye restricciones de acceso vinculadas a ahorro previo o salario mínimo por hogar, como ocurre con el crédito hipotecario. Este producto fue validado por el mercado y mantiene un adecuado nivel de adhesiones.
- El proyecto posee una orientación clara hacia un segmento del mercado que coincide con las consideraciones generales de la demanda, sobre todo en cuanto a tipología de apartamento. Esta información es corroborada por las encuestas sectoriales del mercado inmobiliario que CARE contrata de forma recurrente.
- No se evidenciaron mayores impactos de la crisis sanitaria en el desempeño del Fideicomiso ni en la vigencia de los contratos. El ratio entre contratos al día/activos se mantiene estable al cierre de 2025 (90%).
- 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. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculados a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.

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 Campiglia y Pilay I³.

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

El marco conceptual de esta actualización supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, el derecho de los fideicomitentes B a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos. En definitiva, la nota sigue, entre otros criterios, el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y de adjudicaciones que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación, teniendo presente en particular los informes semestrales de auditoría de gestión encomendados por el BCU. No obstante, se han incorporado, al igual que en ocasiones anteriores, algunos análisis comparativos con otras inversiones.

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

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

La vigencia de la calificación es 30/04/27³.

CARE contrató los servicios del estudio jurídico Olivera Abogados, en oportunidad de la calificación original y para las sucesivas actualizaciones incluida la actual.

2. Antecedentes generales

Con ocasión de la calificación original⁴ se recogieron los antecedentes del proyecto y de las empresas involucradas. Se reiteran aquí los elementos principales de aquél.

- Los llamados fideicomitentes A integraron dinero al fideicomiso adquiriendo los Títulos de Deuda. Esta deuda se canceló en diciembre de 2015.

³ La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

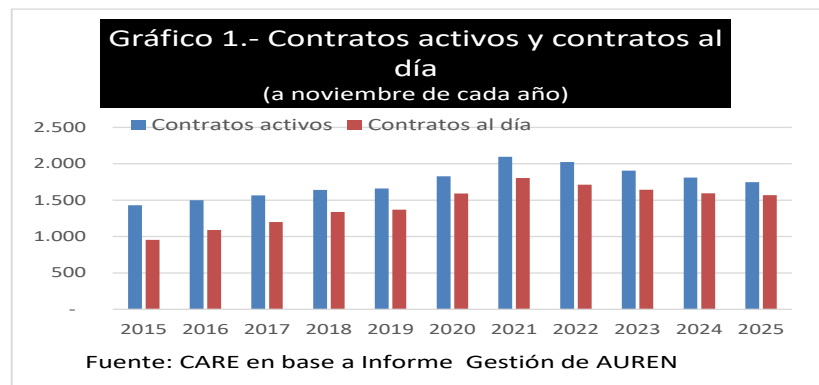
⁴ Véase www.care.com.uy

- Los llamados fideicomitentes B son quienes integran cuotas al fideicomiso adquiriendo certificados de participación. Entre estos se distinguen cuatro tipos: el Fideicomitente B que integra cuotas al fideicomiso y adquiere los certificados de participación; el fideicomitente B beneficiado, que es el que ha resultado ganador en los actos de asignación de unidades y aún no tiene la tenencia del bien; fideicomitente B simple tenedor, que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido; y el fideicomitente B adjudicado a quien se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.
- La Administración está a cargo de Pilay Uruguay AFISA, una compañía con experiencia en este tipo de operaciones demostrada en Argentina y Paraguay, con participación en la operación constructiva de una empresa de reconocida trayectoria en el país.
- Se trata de una opción de inversión a largo plazo, que supera los análisis jurídicos, y que ha logrado la conformidad de todas las partes involucradas para que el fideicomiso exista válidamente y administre el patrimonio de afectación de acuerdo con el alcance dado en el contrato respectivo, y pueda ofrecer públicamente los valores que emite.
- Con fecha 30 de octubre de 2018 fue dictada la sentencia 504 del Tribunal de lo Contencioso Administrativo, que dispuso que ha quedado firme y está fuera de debate el acto administrativo según el cual se reputó que la actividad de Pilay AFISA constituía un Fideicomiso Financiero, no de administración ni tampoco una Administradora de Grupos de Ahorro Previo.
- Con fecha 21/12/2018 fue dictada la Resolución 809/2018 de la Superintendencia de Servicios Financieros en consonancia con la sentencia anterior. Dicha Resolución fue impugnada, mediante la interposición de los recursos de revocación y jerárquico. El BCU desestimó los recursos interpuestos, mediante Resoluciones de fechas 2 y 7 de agosto de 2019, quedando como consecuencia, firme la decisión adoptada por el TCA mencionada párrafos arriba. Estos elementos quedan recogidos en el Informe jurídico anexado en la actualización de abril de 2025.
- En la Memoria anual del 2019, se da cuenta que se estuvo trabajando en la elaboración del “Fideicomiso Campiglia Pilay II” (actualmente “Pilay M2”). Por dicho motivo, el 24/8/19 la Gerencia tomó la decisión de dejar de comercializar nuevos contratos, limitándose a partir de esa fecha a colocar solo aquellos que llegaran a encontrarse en estado inactivo.
- El 29/10/19 se firmó el contrato de compraventa de un terreno de 2.051 metros cuadrados para construir el edificio Campiglia Pilay VI. El 4 de mayo de 2020 se comenzó la obra del complejo Pilay VI en el barrio Buceo.
- La obra de Campiglia Pilay V fue entregada entre abril y mayo de 2021, cumpliendo así el último hito del proyecto Campiglia Pilay III, IV y V que comenzó a desarrollarse en julio de 2015.
- Campiglia Pilay VI fue entregado en 2022, al igual que se comenzó con las obras del Pilay VII.

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

3. Hechos Salientes del período

- Al 30 de noviembre de 2025, de acuerdo a información auditada por Auren, existían unos 2.280 contratos de Fideicomitentes B, de los cuales 1750 son activos y casi 1600 están al día. La relación de contratos al día/ activos se encuentra en el nivel más alto, casi en un 90%. Se mantiene la tendencia lógica a reducir los contratos activos, producto de Fideicomitentes que han salido del sistema. Es de notar que estos contratos pueden volver a comercializarse.



- El proyecto Pilay VII que comenzó a construirse en 2022 fue entregado en su totalidad en junio de 2025 y en ese mismo mes fueron firmadas las tenencias de las unidades y cocheras de esa torre
- El proyecto Pilay VIII y IX se desarrollan en los mismos padrones. Es de notar que estos también incluyen la nueva sede de una gremial y locales comerciales. Ambos proyectos se encuentran en ejecución con avances levemente por debajo de lo proyectado. Los avances de obra informados -a noviembre de 2025- se ubican entre el 32 y el 72% según refiera a los apartamentos, locales comerciales o garajes (estos últimos presentan los mayores porcentajes de avance).
- Pilay X y XI, que se ubican en la Ciudad de la Costa y es el primer proyecto del FF fuera de Montevideo, comenzando sus obras en 2025 y al 30 de noviembre de 2025 mostraba niveles de avance en torno al 5% para los apartamentos y 15% para los garajes, en línea con las previsiones.

- Las obras en los edificios Campiglia Pilay XII y XIII, que se realizarán en Montevideo, aún no han comenzado. Ya se ha adquirido el terreno en donde se realizaran estos edificios por un valor de 1.9 millones de dólares. Tampoco se han iniciado las obras en el edificio Campiglia Pilay XIV.
- El total de unidades adjudicadas al 30 de noviembre de 2025 era de 798, casi 200 unidades por encima de lo previsto de acuerdo a las obligaciones del Fideicomiso con los grupos de fideicomitentes. Esto supera en más de 33% las obligaciones prorrateadas con los Fideicomitentes del Proyecto Joven (UJ) y Proyecto Vivienda (UV) (contratos al día y con antigüedad mínima de un año).
- El Fiduciario realiza, a solicitud del BCU⁵, un informe financiero cuyas proyecciones están analizadas por AUREN. En dichas proyecciones se testea la solidez del Sistema, considerando el número de Fideicomitentes B, los ingresos por cuotas, los compromisos asumidos y los gastos de estructura del Fideicomiso. En dicho informe se simula que el Fideicomiso pueda asumir todas sus obligaciones futuras con los fideicomitentes, limitando su venta a vender los contratos inactivos. A la confección de la presente actualización, ya se han realizado las actualizaciones anuales que demuestran la solvencia y performance del Fideicomiso en el período 2026-2045.

4. Información analizada

- Informes de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 30 de mayo de 2025 y al 30 de noviembre de 2025 (Informe de procedimientos de auditoría previamente acordados- PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva analizado por AUREN al 31 de diciembre de 2025. (marzo 2026)
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2025.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2025.
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay (marzo 2026).
Informe sectorial del mercado de vivienda a marzo del 2026 elaborado por Ec. Mayid Sader y Ec. Serrana Calvete
- Informe jurídico del estudio Olivera legal y empresarial

⁵. Resolución de la Superintendencia de Servicios Financieros del 17 de junio del 2013.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campiglia y Pilay I.
Fiduciario:	Pilay Uruguay AFISA.
Constructor:	Campiglia Construcciones representado por Tecnorel SA.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos emitidos y a emitirse:	Títulos de deuda y Certificados de participación.
Activos del Fideicomiso:	Son activos del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes A; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados.
Moneda de los CP:	Pesos uruguayos.
Importe de la Emisión:	USD 1.200.000 los Títulos de Deuda ya cancelados y hasta \$ 10.757.864.152 reajustables los Certificados de Participación.
Calificación de Riesgo de los certificados de participación):	BBB.uy, Grado inversor mínimo

2. El análisis jurídico

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

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

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

Continuando con lo anterior, en actualizaciones anteriores se contrataron nuevamente los servicios de Olivera Abogados, de los que se transcriben los siguientes párrafos⁶:

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

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

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

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

Al igual que en las anteriores actualizaciones para esta calificación se volvió a contratar al estudio jurídico Olivera Abogados para verificar si alguna de sus opiniones podía modificarse en el tiempo transcurrido

firmerse Dicho informe señala:

⁶. Por ejemplo el de 2020

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN. EL FIDUCIARIO Y EL CONSTRUCTOR

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

1. Pilay Uruguay AFISA Administradora de Fondos de Inversión

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

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

Según surge de sus estatutos la representación de la sociedad la ejerce el Presidente o Vicepresidente indistintamente o dos directores actuando conjuntamente. Según acta de fecha 2/3/2020 se designó a Javier Agustín Vigo Gasparotti como Presidente del Directorio, cuyo cargo se encuentra actualmente vigente.

Antecedentes

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

En setiembre de 2009 los accionistas de Pilay S.A. deciden exportar su sistema a Uruguay realizando, tal cual su modo de operar fuera de su lugar de origen, una alianza estratégica con Campiglia Construcciones, grupo constructor de larga trayectoria y sólida reputación en el país. En este caso se utiliza como vehículo para el desarrollo de la operatoria un fideicomiso financiero denominado Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay y para administrarlo se constituye la firma Pilay Uruguay AFISA. Vale decir que la fiduciaria se crea con el objeto de desarrollar aquel fideicomiso al cual, a partir del año 2022, se le agrega una segunda operación denominada Fideicomiso Financiero M2 Pilay este, más allá de incorporar un producto innovador, repite en buena medida el sistema de la primera operación.

En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados al 31/12/2025 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial

En miles de \$	31-dic.-25	31-dic.-24	31-dic.-23
Activo	108.843	99.326	89.042
Activo Corriente	61.877	57.196	51.262
Activo no Corriente	46.966	42.130	37.780
Pasivo	5.661	12.055	16.035
Pasivo Corriente	5.661	12.055	16.035
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	103.182	87.272	73.008
Total Pasivo y Patrimonio	108.843	99.326	89.042
Razón Corriente	10,93	4,74	3,20

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 \$	31-dic.-25	31-dic.-24	31-dic.-23
Ingresos de actividades	94.872	82.444	58.222
Resultado Bruto	94.872	82.444	58.222
Gastos de adm y ventas	(28.781)	(25.828)	(20.898)
Resultados diversos	(1.194)	(775)	(834)
Resultados de inv. y financ.	1.383	3.972	1.487
Res. Antes de impuestos	66.280	59.813	37.977
Impuesto a la renta	(16.369)	(15.499)	(9.657)
Resultado Neto	49.911	44.314	28.320

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Al cierre del ejercicio 2025 los resultados siguen siendo positivos. En función de lo mencionado líneas arriba, particularmente por sus antecedentes en el satisfactorio desarrollo de ambos fideicomisos, se concluye que la idoneidad de Pilay Afisa para administrar estas operaciones no merece reparos.

2. La empresa constructora

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

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

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

3. El Fideicomiso

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

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

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

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

Cuadro 3: Monto máximo a emitir por Clase CP

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

Fuente: Campiglia Pilay

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

Dicha nomenclatura responde a:

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

Al momento de realizar esta actualización se han tenido en cuenta los EE.CC. del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2025 con informe de auditoría independiente de AUREN. En los cuadros siguientes se exponen resumidamente sus estados de situación y resultados a esa fecha y respectivos comparativos con ejercicios anteriores.

Cuadro 4: Estados de Situación Patrimonial del fideicomiso

En miles de \$	31-Dic-25	31-Dic-24	31-Dic-23
Activo	5.949.011	5.260.747	4.854.367
Activo Corriente	3.654.523	3.019.793	2.745.237
Activo no Corriente	2.294.488	2.240.954	2.109.130
Pasivo	199.574	208.884	371.967
Pasivo Corriente	55.493	72.012	245.288
Pasivo no Corriente	144.081	136.872	126.679
Patrimonio	5.749.436	5.051.862	4.482.400
Certificados de Participacion	1.899.359	1.740.348	1.588.183
Ajustes al patrimonio	3.325.012	2.798.841	2.332.431
Resultados acumulados	525.065	512.673	561.786
Total Pasivo y Patrimonio	5.949.011	5.260.747	4.854.367

Fuente: EE.CC Fideicomiso C.P.

Cuadro 5: Estados de Resultados del fideicomiso

En miles de \$	31-Dic-25	31-Dic-24	31-Dic-23
Ingresos operativos	722.866	99.874	104.455
Egresos operativos	(713.750)	(177.297)	(167.467)
Otros ing/egr	3.378	6.326	2.487
Resultados de operativos	12.493	(71.097)	(60.525)
Resultados financieros	(4)	22.151	5.715
Impuesto a la renta	(97)	(168)	(202)
Resultado neto	12.392	(49.113)	(55.012)

Fuente: EE.CC fideicomiso C.P.

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

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

En el cuadro siguiente se exponen los CP's emitidos a diciembre de 2025 en valores nominales, su relación con el total a emitir previsto y su comparación con lo emitido hasta el año anterior, según las diferentes clases.

Cuadro 6: FF Campiglia Pilay Emisión de CP's al 31/12/2025 (miles \$ valor nominal)					
Clase	Previsto	31/12/2025	31/12/2024	% emitido	Variación
S1B1CS	11.813	6.539	6.950	55,35%	-5,91%
S1B1CE	1.246.734	481.216	461.846	38,60%	4,19%
S1B1CT	2.774.218	362.289	307.230	13,06%	17,92%
S1B1CA	346.500	91.698	86.057	26,46%	6,55%
S1B2CS	11.813	3.756	3.908	31,80%	-3,89%
S1B2CE	1.679.624	391.821	379.866	23,33%	3,15%
S1B2CT	3.812.863	331.070	282.124	8,68%	17,35%
S1B2CA	472.500	76.115	71.588	16,11%	6,32%
S1BCMC	401.800	154.573	140.581	38,47%	9,95%
Provisorio T.9		281	197		
Totales	10.757.864	1.899.359	1.740.348	17,66%	9,14%

Fuente: CARE en base a EE.CC del fideicomiso

Se reitera que los CP's emitidos del cuadro precedente son a valor original, los mismos se reajustan según fórmula ya explicada. De acuerdo a la misma, los valores reajustados de la emisión al 31/12/2025 era de \$ 3.501 millones.

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

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

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

4. Auditoría de gestión

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

El último informe PAPA producido por AUREN fue al 30/11/2025. Uno de los objetivos del mismo es determinar el grado de cumplimiento de la adjudicación de viviendas en relación al compromiso que se deriva de los contratos respectivos. En tal sentido, el informe concluye, una vez más, que el Fideicomiso ha adjudicado más unidades de las que se obligaba por disposición contractual.

En efecto, al 30/11/2025, de acuerdo a las condiciones establecidas para ser adjudicatario, correspondía haber adjudicado 366 unidades a los beneficiarios del Grupo UJ (departamentos de 1 dormitorio) sin embargo, se adjudicaron 490 unidades (incluyendo dos contrato categoría "propietarios").

Mientras que para el Grupo UV (departamentos de 2 dormitorios) hubiera correspondido adjudicar a la misma fecha, 213 unidades y en cambio se adjudicaron 308 unidades. En ambas tipologías, refiere a varios edificios.

Como se ha informado en actualizaciones anteriores, ya se han culminado varias obras así como comenzado otras, esto se analiza con mayor detalle en otra sección de este informe.

Como se sabe, desde el año 2021 este Fideicomiso canceló la venta de contratos nuevos al iniciar una nueva operación con características similares pero con adaptaciones que surgieron de esta experiencia; aunque se venden contratos discontinuados por beneficiarios originales.

Un resumen del estado actual de los contratos y su evolución en los últimos 5 años se presenta en el cuadro siguiente:

Cuadro 7: evolución de Fideicomitentes B y contratos según categorías					
Concepto	30/11/2025	30/11/2024	30/11/2023	30/11/2022	30/11/2021
Fideicomitentes B	1.889	2.010	2.103	2.168	2.157
Contratos	2.283	2.418	2.528	2.624	2.611
Fideicomitentes B activos	1.431	1.487	1.576	1.690	1.754
Contratos activos	1.746	1.810	1.904	2.023	2.095
Fideicomitentes al día	1.287	1.310	1.371	1.451	1.542
Contratos al día	1.569	1.594	1.642	1.713	1.804

Fuente: Informes PAPA

Puede comprobarse que las cantidades en las distintas categorías siguen su curso descendente; esto es consistente con el hecho de haber cancelado las ventas de contratos nuevos, en cambio, se siguen cancelando contratos en forma anticipada.

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

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

En tal sentido se destaca que la evolución histórica entre las variaciones del ICC, de la paramétrica de la empresa constructora, y de la cuota cobrada desde el momento de la constitución del contrato del Fideicomiso original (se toma como base agosto 2009) al mes de noviembre de 2025 (estimado), es la siguiente:

Cuadro 8: variables de ajuste de cuota	
Período: agosto 2009 - noviembre 2025	
ICC	322%
Paramétrica	324%
Cuota cobrada	337%

Fuente: Informe PAPA

Como se desprende del cuadro anterior, se puede observar que el Fideicomiso ajustó las cuotas hasta noviembre de 2025 por encima de lo establecido en el contrato. Esto ocurre porque al momento de hacer el ajuste no se cuenta con la información real de los últimos meses los que son estimados. Esto se va ajustando periódicamente.

Por último, respondiendo a otra exigencia del BCU, la fiduciaria sigue presentando el Informe sobre información financiera prospectiva analizado por Auren. En este caso actualizado al 31/12/2025 y proyectado al año 2045. AUREN informó que no tiene elementos como para controvertir lo sostenido por la fiduciaria aun admitiendo que dado el tiempo proyectado no hay forma de afirmar que no podrían producirse desvíos significativos. Bajo esos supuestos, que lucen razonables, una vez más a juicio de la firma auditora, el fideicomiso cumpliría con sus objetivos.

Riesgos considerados:

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

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

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

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

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I" es permitir a los fideicomitentes recibir un apartamento o una casa luego del pago de una (1) cuota suscripción, 240 cuotas mensuales (cuotas espera) y 40 cuotas semestrales adicionales (cuotas aguinaldo), las que serán ajustadas por el ICC⁷ o una paramétrica incluida en el Prospecto que también reproduce la evolución del costo de la construcción. De acuerdo con un sistema de puntaje o aportes dinerarios, se licitan los bienes inmuebles para ser otorgados a cada aportante. Se cita textual del contrato, "El referido Fideicomiso ha sido estructurado sobre la base de un conjunto de fideicomitentes que persiguen el objetivo común de invertir su dinero en la construcción de departamentos o casas, y que por tanto instruyen a la Fiduciaria para que celebre en nombre del Fideicomiso contratos de arrendamiento de obras por el sistema de economía y administración".

Desde el año 2013 y con una periodicidad semestral, el BCU exige a Campiglia & Pilay presentar un informe auditado donde debe simular que se deja de vender y probar la capacidad que el Fideicomiso tiene de cumplir con los fideicomitentes. Este análisis se ha realizado en cada actualización, y ha podido demostrar que el Fideicomiso tiene la capacidad de cumplir con los derechos de los fideicomitentes, como ha venido ocurriendo. La última actualización de este informe de proyecciones financieras se realiza para el período 2026-2045 y mantiene el juicio anterior. En este sentido, el modelo ajusta la construcción de viviendas en función de los ingresos por cuotas de los Fideicomitentes B. En este sentido se prevén construir y entregar más de 2.000 unidades hasta el año 2045.

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

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

Por un lado, el Fideicomiso resolvió no comercializar nuevos contratos desde 2019, por lo que a nivel comercial solamente se colocan los contratos de Fideicomitentes que han dejado el Fideicomiso o cedido sus contratos. Por esto, la cantidad de Fideicomitentes y contratos activos se viene reduciendo en los últimos años y en 2025, los contratos activos se redujeron 3,5% respecto al año anterior. Se considera un fideicomitente activo aquel que no ha declarado

⁷ Índice del Costo de la Construcción. Índice que es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

explícitamente su renuncia al sistema, y estos contratos pueden volver a ser comercializados por el Administrador tal fue comentado previamente. La relación de contratos al día/contratos activos mejoró en 2025 y es la más alta desde la creación del Fideicomiso (ver Gráfico).

Por otro lado, el ritmo de adjudicación de unidades se mantiene por encima de las obligaciones contractuales, elemento que mantiene respecto a actualizaciones anteriores. A noviembre de 2025 se adjudicaron 490 unidades de contratos UJ y 308 de unidades de contratos UV, aproximadamente 33% por encima de lo estipulado en el contrato. Este sobrecumplimiento se juzga positivamente en las actualizaciones.

Por último, las proyecciones financieras comentadas previamente, reflejan el flujo de contratos inactivos a colocar en los próximos años, las obligaciones constructivas y la cantidad de unidades que deberán adjudicarse por año en los próximos años. De las proyecciones surge que se deberán construir más de 300 unidades entre 2026 y 2030. En vistas de los proyectos en curso (Pilay VII y VIII) y otros que aún no han comenzado pero se proyectan en los próximos años (Pilay IX y otros en Montevideo y Canelones) y el estándar de sobrecumplimiento de las obligaciones contractuales, es posible que el Fideicomiso produzca más unidades que las citadas previamente.

2. Demanda por consumo.

El objetivo del Fideicomiso Financiero es permitir que los Fideicomitentes B accedan a una vivienda a través de un sistema de financiamiento alternativo al préstamo bancario tradicional. Ambas opciones de financiamiento tienen características similares, con sus ventajas y sus desventajas; en ambos casos el individuo hace entregas periódicas previamente establecidas con una tasa de interés implícita en el caso del FF Campiglia & Pilay I, o explícita para el préstamo bancario. Esta comparación con el crédito bancario, solamente tiene sentido a los efectos del análisis de la demanda potencial de viviendas por consumo.

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 (hipoteca, seguro de vida, cuenta bancaria, etc.) y puede acceder a una vivienda sin contar con ahorros previos. Como fue anteriormente señalado, esto último constituye una restricción relevante para los hogares.

En otro orden, por medio del financiamiento bancario, el individuo puede adquirir cualquier vivienda en el entorno del precio supuesto y que sea apta para una hipoteca, al tiempo que la recibe en el momento de preferencia.

Finamente, el mercado continúa validando el producto ofrecido por el FF y la adhesión se juzga elevada aún en un escenario que coyunturalmente abarató el crédito hipotecario en términos relativos, en los últimos años.

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

a. Tasa Interna de Retorno esperada

Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso como alternativa de inversión, se estima que esta le permite obtener una rentabilidad anual de 7%. Esto asume que las cuotas pagadas por el Fideicomitente B se ajustan por un ICC que evoluciona en línea con una combinación de salarios y dólar, consistente con la historia de las variables⁸. Para los salarios se asume una evolución similar al PIB tendencial, en tanto el dólar nominal evoluciona en línea con el equilibrio externo (manteniendo el TCR constante, en un escenario de inflación internacional de 2% y local de 4%). Es importante notar que estos valores se consideran para dimensionar la evolución en el largo plazo, reflejando una situación de equilibrio; sin embargo es posible que en el corto plazo estos valores no se alcanzan o difiera su relación, por lo que deben ser considerados en este marco.

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

Es importante destacar que el cálculo anterior se trata de una estimación de largo plazo, por lo que no contempla que puedan existir diferencias en el corto plazo producto del ciclo económico-financiero u otros acontecimientos que puedan generar desvíos transitorios sobre comportamiento de las variables respecto de su trayectoria de largo plazo. Por último, podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso con las curvas de rendimiento estimadas para el caso del Uruguay. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 2,8% y la curva en pesos (ITLUP) al mismo plazo en torno a 7,7%.

Riesgos considerados:

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

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, el peso uruguayo y se consideran los correspondientes ajustes. El ajuste en la cuota que se indexa con el ICC mitiga el descalce lo que se considera una fortaleza. *Riesgo muy bajo.*

⁸ Como se destacó en el Capítulo 3, la diferencia entre el ajuste contractual y el ICC es mínima.

V. EL ENTORNO

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

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

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis de los mercados relevantes. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, con foco en el mercado de vivienda vinculado al Fideicomiso Campiglia & Pilay I. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2025, la economía mundial habría crecido en el entorno del 3,3%, mientras que el crecimiento esperado para 2026-2027 se ubica en el eje de 3,3% y 3,2%, según las estimaciones del FMI. Aunque el escenario base sigue proyectando un crecimiento moderado, conviene aclarar que estas estimaciones están sujetas a un contexto de elevada incertidumbre geopolítica, ya que tanto el FMI como el Banco Mundial identifican la re-escalada de conflictos armados y las tensiones geopolíticas como riesgos bajistas relevantes para la actividad mundial.

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, aún se mantiene relativamente cautelosa. En particular, en su reunión el 17-18 de marzo de 2026 la Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener su tasa de referencia en el rango 3,50%-3,75%, lo que sigue incidiendo sobre las condiciones financieras globales, el costo del crédito y los flujos hacia economías emergentes.

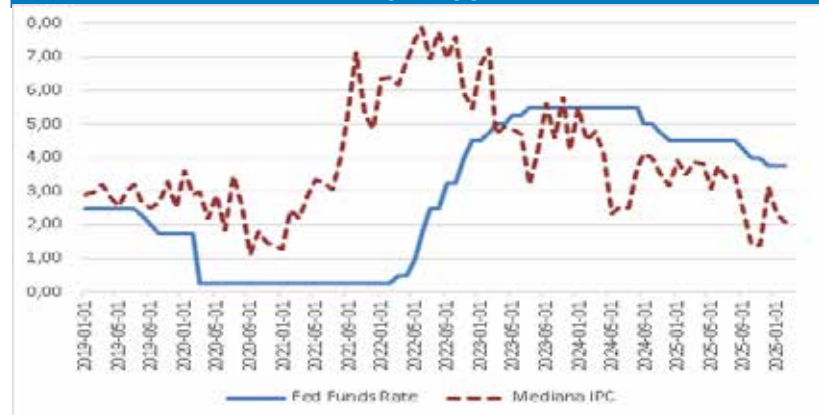
En este contexto, una eventual escalada de la guerra tendería a sesgar las proyecciones en una dirección menos favorable, afectando negativamente el

crecimiento mundial y presionando al alza la inflación. Esto podría ocurrir a través de distintos canales: aumento de los precios de la energía, encarecimiento del transporte y los seguros, interrupciones en cadenas logísticas, mayor volatilidad financiera y caída de la confianza de hogares e inversores.

Los análisis recientes de mercado ya advierten que una intensificación del conflicto en Medio Oriente podría elevar la inflación, retrasar eventuales bajas de tasas por parte de la Reserva Federal y debilitar la actividad global, configurando un riesgo de menor crecimiento con mayores presiones de costos.

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 mandato de Jerome Powell como presidente de la Reserva Federal finaliza el 15 de mayo de 2026, y el Poder Ejecutivo ya remitió al Senado la nominación de Kevin Warsh para ocupar dicho cargo. En este contexto, tanto la evolución del proceso electoral como el recambio en la conducción del banco central constituyen factores relevantes a monitorear, en la medida en que podrían modificar las expectativas del mercado respecto de la orientación futura de la política económica y monetaria en la principal economía del mundo.

Gráfico 2 – 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 o postergación de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal, el dólar tiende a fortalecerse por su condición de activo de refugio encareciendo el financiamiento global y generando mayores presiones sobre economías emergentes.

En este sentido, la intensificación del conflicto con Irán volvió a impulsar esa dinámica, al combinar suba del petróleo, mayor aversión al riesgo y expectativas de una política monetaria estadounidense más cautelosa. A su vez, este comportamiento del dólar se entrelaza con la incertidumbre política e institucional en Estados Unidos: las elecciones de medio término de noviembre de 2026 pueden incidir sobre la orientación futura de la política fiscal y regulatoria, mientras que el recambio en la presidencia de la Reserva Federal introduce un elemento adicional de cautela en los mercados.

En conjunto, estos factores refuerzan la idea de que, si bien el escenario base internacional continúa siendo de crecimiento moderado, persisten riesgos que podrían traducirse en un dólar más firme, menores recortes de tasas, mayor volatilidad financiera y un entorno externo menos favorable para economías pequeñas y abiertas como la uruguaya.

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.

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.

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%. En paralelo, la inflación interanual se ubicó en 3,11% en febrero de 2026, mientras que el tipo de cambio mostró hacia mediados de marzo una recuperación parcial respecto de los mínimos de 2025, aunque aún por debajo de los niveles registrados un año atrás. Hacia mediados de marzo el dólar se ubica en torno a \$40,6.

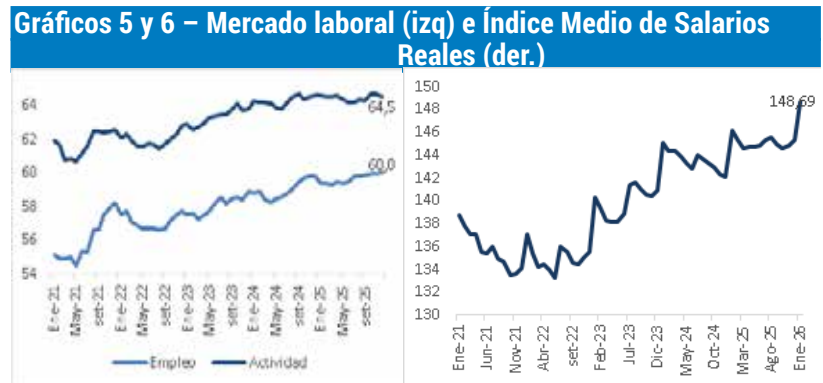
Gráficos 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y evolución del PIB observado y proyectado (der.)



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. A finales de 2025, los registros mensuales del INE muestran que esta dinámica se mantuvo en niveles relativamente altos: en diciembre la tasa de actividad se ubicó en 64,5%, la tasa de empleo en 60,0% y la tasa de desempleo en 7,0%. En este marco, el mercado de trabajo continúa mostrando niveles de ocupación

elevados en comparación con los años previos. Por su parte, el Índice Medio de Salarios Reales (IMSR) se ubicó en 148,69 en diciembre de 2025, en un contexto en el que la evolución de los salarios nominales superó la inflación del período (IMS nominal $\Delta 5,99\%$ vs IPC $\Delta 3,65\%$).



Fuente: INE

2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa una porción relevante de la actividad económica uruguaya, en el entorno del 8% y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros, de acuerdo con Uruguay XXI. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales sectoriales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019), más moderada, en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en especial vinculada a la inestabilidad en Argentina.

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.

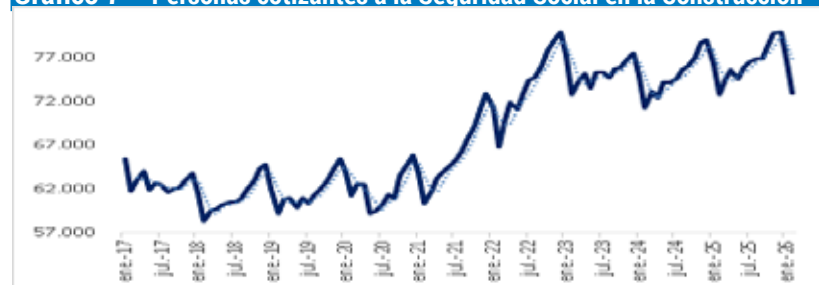
En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

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.

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 muy altos, por encima de 70.000 empleos y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. 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, pero en particular en 2025 alcanzaron más de 972 mil metros cuadrados, superando los más de 966 mil de 2024, que ya había sido el mayor registro desde principios de 1980.

Gráfico 7 – 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, se estima que unas 200.000 viviendas se encuentran desocupadas

o son utilizadas como segunda o tercera residencia, principalmente en zonas de balneario. 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.

En este contexto, según información de la ANV, Uruguay cierra el 2025 con más de 170 proyectos promovidos.

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.

ii. Demanda por consumo e inversión

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual: por un lado, constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”; por otro, un

activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. Los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población, las preferencias familiares y otros elementos de decisión social, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los determinantes de los flujos de capital y el balance riesgo/retorno. Como es habitual, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

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

ii.i.i. Factores Sociales

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto es producto de la baja natalidad que se viene evidenciando desde los 2000s, con una baja marcada en los hijos por mujer que se ubican en 1,7 según el último Censo. A esto se le suma el incremento de las defunciones post 2020, producto de las derivadas del COVID, lo que implicó que entre 2021 y 2023 la población uruguaya decreciera. Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas 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.**

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 21 ediciones. De acuerdo con esta encuesta casi 80% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos

dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. Es de notar que en las últimas ediciones se aprecia un aumento de preferencias por viviendas de dos dormitorios, en detrimento de viviendas con más capacidad. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 12% de la muestra.

Gráfico 8 - Tipo de vivienda buscada por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”

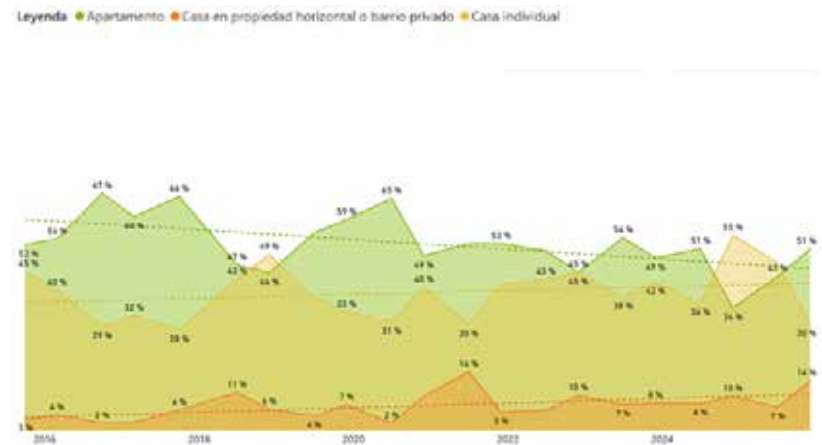
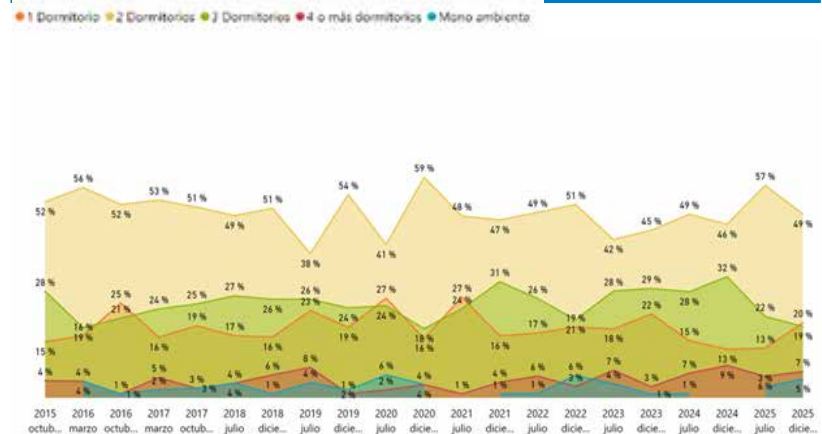


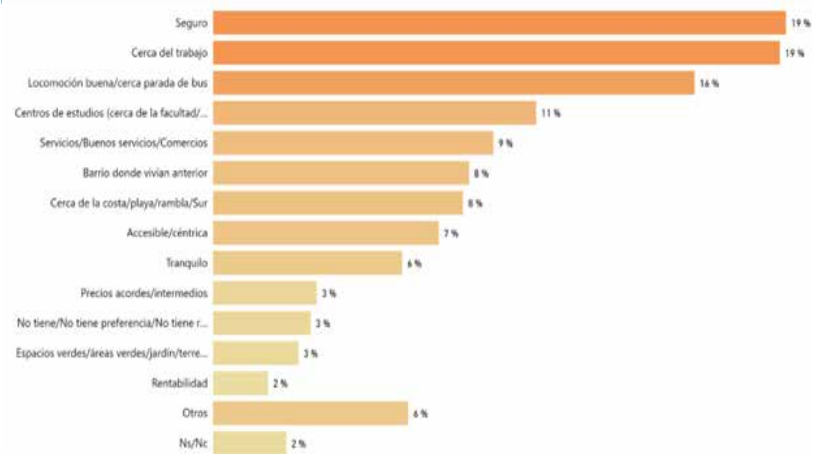
Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena seguridad y transporte, próximo del trabajo y en una zona céntrica o accesible. **Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican con relación a las últimas olas de esta encuesta.** Destaca que la seguridad se mantuvo como el primer atributo, aunque desde hace varias ediciones que se mantiene en el podio en cuanto a características preferidas. La configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales dentro de Montevideo, y confirmando el corrimiento al este de las preferencias hacia Ciudad de la Costa y El Pinar.

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



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento bancario ha ganado peso como una alternativa de acceso a la vivienda, entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del crédito hipotecario es reducida en Uruguay, este ha venido incrementándose en los últimos años y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento, como se analizará más adelante. En el último año se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario y el ticket promedio del crédito se situó en US\$ 107.891. 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 Sensivity 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 en el correr de los años, aunque en los relevamientos más recientes se ubicaron por encima de ese registro, alcanzando 7,3% en julio de 2025 y 7,1% en diciembre de 2025.

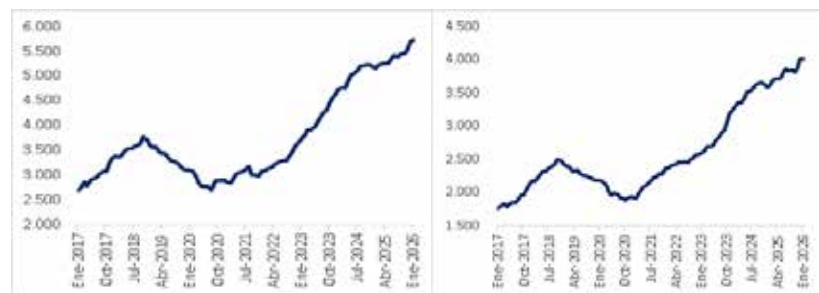
ii.i.ii. Factores Económicos

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.

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 último año se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, alcanzando un máximo histórico reciente, mientras que los nuevos créditos a la vivienda se situaron en el entorno de 3.900 millones de UI anuales, equivalentes a aproximadamente US\$ 610 millones. El ticket promedio del crédito se ubicó en US\$ 107.891. 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. Las tasas de interés promedio en UI se mantienen estables en el entorno de 4-5%.

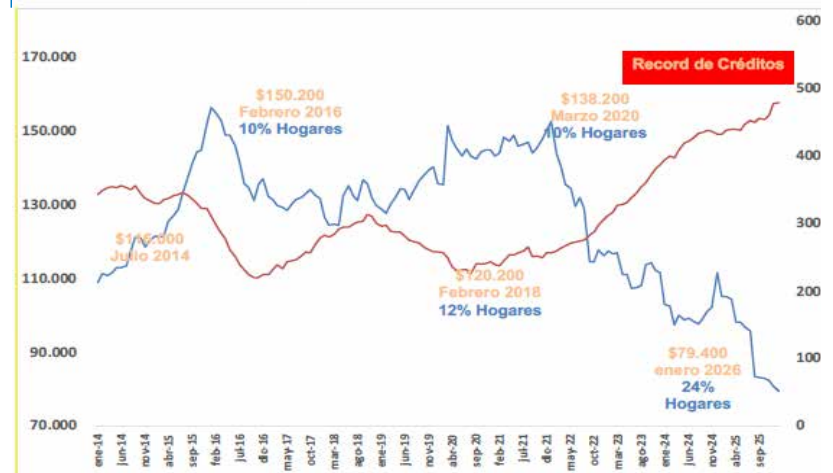
Gráficos 11 y 12– Créditos hipotecarios en UI Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI;



Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. De hecho, esto podría estar detrás del enlentecimiento reciente de las operaciones. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se han reducido. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, 24% de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

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



Fuente: Sáder & Calvete (marzo 2026).

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

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comenzó a revertirse en 2024, aunque la trayectoria posterior fue menos lineal que la prevista inicialmente. En los insumos más recientes no se observa un escenario de baja agresiva de tasas internacionales, sino más bien uno de reducción más cautelosa y de persistencia de ciertos factores de incertidumbre. Esto configura un escenario de mejora parcial para la inversión inmobiliaria, aunque menos marcado que el que podía preverse algunos meses atrás, en tanto el balance riesgo/retorno sigue condicionado por la evolución del contexto internacional y por la comparación con alternativas financieras. 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. Esto también actuaría en favor de la inversión inmobiliaria, al actuar sobre el canal de tasas de interés y sobre la demanda agregada.

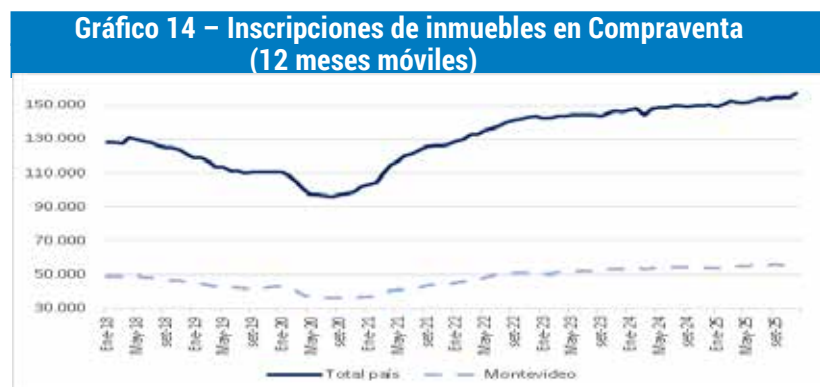
La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia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

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y 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, aunque en los últimos meses el ritmo de crecimiento se ha enlentecido.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido tanto para Montevideo como para el total del país en el año 2025 a un ritmo cercano al 4,5%. Esto implica una mejora respecto a los valores de cierre del año pasado.



Fuente: INE en base a DNR y MEF

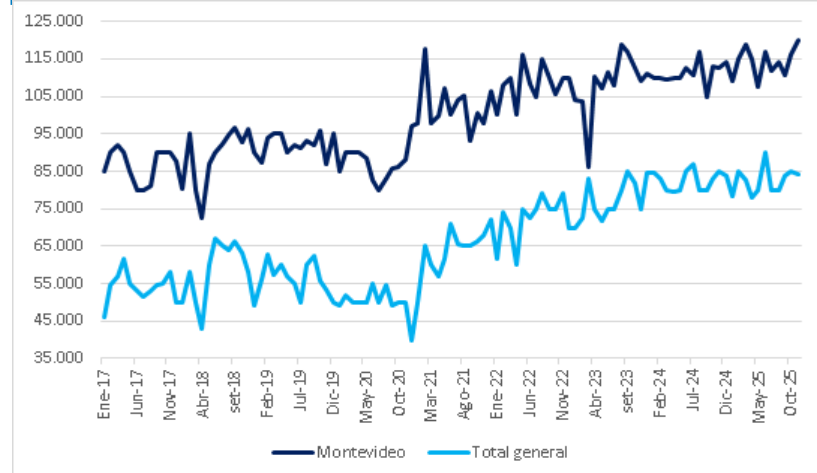
En cuanto a la recaudación del ITP, según la DGI, en el acumulado a diciembre de 2025 el Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales recaudó \$ 4.216 millones, lo que implicó una variación de 10,7% nominal y 5,8% en términos reales respecto al año anterior. Esto supone una mejora respecto a los registros usados en versiones previas del informe. 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 firme en los últimos meses aunque con un ritmo más moderado que el observado en los momentos de mayor expansión reciente. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados.

iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información más reciente del INE muestra que la mediana de los precios de las transacciones en dólares registró en noviembre de 2025 una variación acumulada de -1,05% en los últimos 12 meses. Esto sugiere un escenario de estabilidad con leve corrección en dólares respecto a los máximos previos, más que una tendencia de aumentos generalizados. Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra relativamente estable.

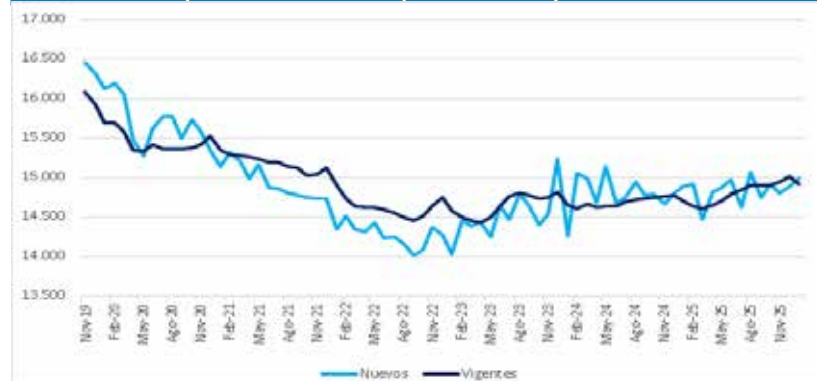
Gráfico 15 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares



Fuente: INE en base a DNR

En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios continúa reflejando el incremento en el stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas implicó un incremento de las viviendas disponibles para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, los contratos de alquiler registraron una variación acumulada de 5,2% en los últimos 12 meses a diciembre de 2025 de acuerdo con información del INE. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

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



Fuente: INE

Con este panorama, resulta una opción muy válida para el Fideicomiso dilatar las ventas de los inmuebles y mantenerlos alquilados en la espera de un ajuste de los precios relativos, lo que debería mejorar la rentabilidad de la inversión.

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, no se observan cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que alteren sustancialmente las tendencias recientes del mercado. La principal novedad en este sentido sigue siendo la apreciación real del peso, que ya ha mostrado alguna señal de reversión. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda continúan siendo favorables, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos sociodemográficos del mercado siguen evolucionando en línea con las tendencias recientes. Ciertamente algunos indicadores sugieren una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda, pero no parecería tratarse de un cambio de tendencia en el mercado

3. Las políticas públicas

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

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. 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. Entre los cambios anunciados se encuentran la limitación de la escala de los proyectos a un máximo de 100 unidades, la priorización de desarrollos en suelo urbano con adecuada conexión a servicios, la comercialización a través de llamados del

MVOT y ajustes en el uso de la garantía SIGA Entre Todos.

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. Por lo tanto, el régimen continúa siendo un componente relevante del marco de incentivos para el sector.

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.

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"⁹, 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, las autoridades del Gobierno entrante han planteado la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. En ese marco, durante 2025 se anunciaron cambios al régimen de Vivienda Promovida orientados a reencauzar los incentivos hacia proyectos con mayor impacto social y territorial, acercándolo parcialmente a otros programas del sistema público de vivienda. A su vez, los proyectos que no se encuadren en esos lineamientos podrían canalizarse con mayor interacción con la COMAP, particularmente cuando tengan como objetivo generar inversión y empleo. Por otro lado, el régimen de proyectos de Gran Dimensión Económica fue nuevamente prorrogado y ajustado en 2025 mediante el Decreto 85/025, extendiendo su vigencia para proyectos presentados antes del 1° de enero de 2026. Estos elementos podrían implicar cambios para los desarrollos inmobiliarios, tanto en la definición de proyectos como de zonas geográficas. Del lado de la demanda, también se ha planteado profundizar instrumentos de acceso a la vivienda mediante una mayor utilización de subsidios y garantías, incluyendo el fortalecimiento del Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios.

⁹ . 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>)

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario se mantiene sólido, producto de un entorno económico favorable en términos de empleo, ingreso de los hogares y acceso al crédito. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Es reducido. La política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados. La política de vivienda actual se concentra en sectores de ingresos bajos y medios y tiene como objetivo reducir el déficit habitacional mediante un conjunto de instrumentos variados. *Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)¹⁰ de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamblor

¹⁰. **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.**