

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

Montevideo, abril de 2024

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

**Actualización de la Calificación de Certificados de Participación del Fideicomiso
Financiero Campiglia & Pilay I.
29 - abril - 2024**

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 2025
Análisis jurídico de la calificación:	Olivera Asociados
Comité de Calificación:	Julio Preve; Martín Durán; Santiago Rego
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas administradas por Terceros.

Resumen General

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

Esta actualización analiza nuevamente el riesgo de los beneficiarios de lograr satisfacer, con los recursos del Fideicomiso, su derecho a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos¹. La nota obtenida no representa una recomendación para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros.

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

- Como se verifica en la sección I y II y con más detalle en el Anexo I, todas las resoluciones y sentencias referidas a la naturaleza del fideicomiso, a la inscripción del fiduciario y de los títulos, han quedado firmes.
- Se realizan los análisis de estrés financiero a diciembre 2023, 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, estas obligaciones 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 2023, se han adjudicado más de 560 viviendas, superando en más de 40% las obligaciones del Fideicomiso. Las obras de Pilay VII y VIII se encuentran en curso, mientras que se proyectan cinco edificios más en Montevideo y Canelones.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr su propósito, esto es obtener para los inversores la tenencia y posterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos. Las adjudicaciones por encima de lo comprometido son un elemento favorable a esta opinión. Esto viene ocurriendo hace varios años, por lo que CARE mantiene su visión favorable.

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

- Pilay ofrece un producto que permite acceder a una vivienda a personas que no son elegibles para un crédito hipotecario. Si bien el Sistema Pilay ofrece un producto predefinido, no incluye restricciones de acceso vinculadas a ahorro previo o salario mínimo por hogar, como ocurre con el crédito hipotecario. Este producto ha sido validado por el mercado y mantiene un adecuado nivel de adhesiones. A pesar de lo anterior, el aumento del ingreso de los hogares, la apreciación del peso y la reducción de las tasas de interés, generan que el crédito hipotecario opere como una alternativa competitiva respecto al producto ofrecido por Campiglia & Pilay.
- El proyecto posee una orientación clara hacia un determinado segmento del mercado. Esta 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 en históricamente elevados.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, los indicios continúan siendo claros en cuanto a la consolidación de estímulos no distorsivos a la competencia, tanto a la oferta como a la demanda en este segmento socioeconómico. En este sentido, la eliminación de los topes de alquiler y precios contemplados en la Ley de Vivienda Promovida (ex VIS), junto a la ampliación de los beneficios a proyectos inmobiliarios de gran porte han dinamizado el mercado de vivienda.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

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

La vigencia de la calificación es 30/04/25².

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

2. Antecedentes generales

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

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

³. Véase www.care.com.uy

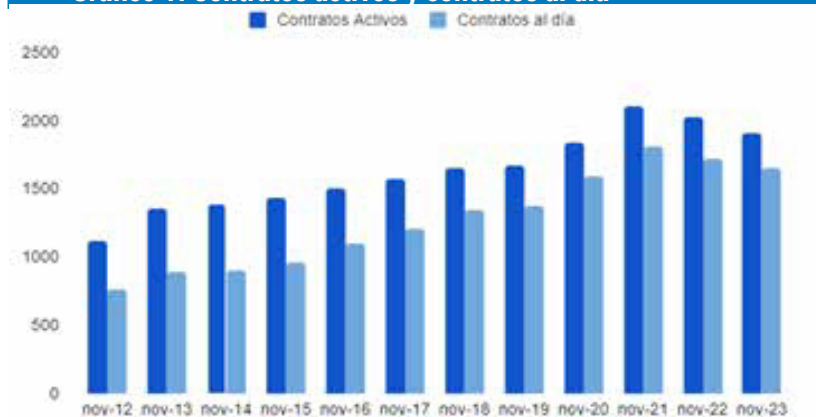
- Los llamados fideicomitentes A integraron dinero al fideicomiso adquiriendo los Títulos de Deuda. Esta deuda se canceló en diciembre de 2015.
- Los llamados fideicomitentes B son quienes integran cuotas al fideicomiso adquiriendo certificados de participación. Entre estos se distinguen cuatro tipos: el Fideicomitente B que integra cuotas al fideicomiso y adquiere los certificados de participación; el fideicomitente B beneficiado, que es el que ha resultado ganador en los actos de asignación de unidades y aún no tiene la tenencia del bien; fideicomitente B simple tenedor, que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido; y el fideicomitente B adjudicado a quien se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.
- La Administración está a cargo de Pilay Uruguay AFISA, una compañía con experiencia en este tipo de operaciones demostrada en Argentina, con participación en la operación constructiva de una empresa de reconocida trayectoria en el país.
- Se trata de una opción de inversión a largo plazo, que supera los análisis jurídicos, y que ha logrado la conformidad de todas las partes involucradas para que el fideicomiso exista válidamente y administre el patrimonio de afectación de acuerdo con el alcance dado en el contrato respectivo, y pueda ofrecer públicamente los valores que emite.
- Con fecha 30 de octubre de 2018 fue dictada la sentencia 504 del Tribunal de lo Contencioso Administrativo, que dispuso que ha quedado firme y está fuera de debate el acto administrativo según el cual se reputó que la actividad de Pilay AFISA constituía un Fideicomiso Financiero, no de administración ni tampoco una Administradora de Grupos de Ahorro Previo.
- Con fecha 21/12/2018 fue dictada la Resolución 809/2018 de la Superintendencia de Servicios Financieros en consonancia con la sentencia anterior. Dicha Resolución fue impugnada, mediante la interposición de los recursos de revocación y jerárquico. El BCU desestimó los recursos interpuestos, mediante Resoluciones de fechas 2 y 7 de agosto de 2019, quedando como consecuencia firme la decisión adoptada por el TCA mencionada párrafos arriba. Estos elementos quedan recogidos en el Informe jurídico anexado al final de esta calificación.
- En la Memoria anual del 2019, se da cuenta que se ha estado 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 noviembre 2022, PILAY Uruguay en calidad de fiduciaria del Fideicomiso, firmó la compraventa de un terreno por USD 1,15 millones donde estaba previsto construir el proyecto Pilay VIII. Sin embargo, este último proyecto tendrá otro desarrollo y el terreno está a la venta. Además, se compraron tres padrones por USD 1,9 millones donde se desarrollará Pilay IX.

3. Hechos Salientes del período

- Al 30 de noviembre de 2023 existían 2528 contratos de Fideicomitentes B, de los cuales 1904 son activos y 1642 están al día. Esto implica que la relación de contratos activos/al día se mantiene por encima de 85%, por encima de la media de los últimos 5 años. Respecto a la calificación anterior, se registra una reducción de contratos activos, producto de Fideicomitentes que han salido del sistema. Es de notar que estos contratos pueden ser comercializados en el futuro.

Gráfico 1. Contratos activos y contratos al día



Fuente: CARE en base al informe de Gestión de AUREN

- El proyecto Pilay VII comenzó a construirse en 2022 y se encuentra avanzando en línea con lo previsto. El proyecto Pilay VIII se encuentra en etapas tempranas, con un grado de avance bajo, en línea con lo previsto, y conjuga unidades para el Fideicomiso, la nueva sede de una gremial y locales comerciales. Pilay IX, que se desarrolla en mismos padrones que Pilay VIII, no ha comenzado aún.
- En setiembre 2023 se firmó compraventa por 7,6 millones de dólares por un terreno en Ciudad de la Costa, donde se desarrollarán los proyectos Pilay X y XI. Este será el primer desarrollo de Pilay fuera de Montevideo. Estos aún no han iniciado obras.
- A noviembre del 2023, se han adjudicado 559 viviendas, superando en más de 160 unidades la cantidad a la que está obligada el fideicomiso. Esto supera en más de 40% las obligaciones prorrateadas con los Fideicomitentes del Proyecto Joven (UJ) y Proyecto Vivienda (UV).

- El Fiduciario realiza semestralmente, a solicitud del BCU⁴, un informe financiero cuyas proyecciones están auditadas por AUREN. En dichas proyecciones se testea la solidez del Sistema, considerando el número de Fideicomitentes B, los ingresos por cuotas, los compromisos asumidos y los gastos de estructura del Fideicomiso. En dicho informe se simula que el Fideicomiso puede asumir todas sus obligaciones futuras con los fideicomitentes, limitando su venta a vender los contratos inactivos. A la confección de la presente actualización, ya se han realizado actualizaciones anuales que demuestran la solvencia y performance del Fideicomiso.

4. Información analizada

- Informes de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 30/11/2023 (Informe de procedimientos de auditoría previamente acordados- PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN al 31 de diciembre de 2023.
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2023.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2023.
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay (diciembre 2023).
- Informe sectorial del mercado de vivienda a marzo del 2024 elaborado por Ec. Mayid Sader y Ec. Serrana Calvete
- Informe jurídico del estudio Olivera Abogados de fecha 23 de abril de 2024 (Anexo 1).

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

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Campiglia y Pilay I.

Fiduciario: Pilay Uruguay AFISA.

Constructor: Campiglia Construcciones representado por Tecnorel SA.

Entidad

Representante: Bolsa de Valores de Montevideo.

Títulos emitidos

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

Activos del

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

Moneda de

los CP: Pesos uruguayos.

Importe de

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

Calificación de Riesgo de

los certificados de

participación):

BBB.uy, Grado inversor mínimo

2. El análisis jurídico

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tomando como base lo informado en anteriores oportunidades y, de conformidad con la información actualizada recientemente, no existen a la fecha nuevos elementos de juicio que permitan modificar el análisis de legalidad realizado en anteriores informes.

Finalmente cabe señalar que el fiduciario no ha informado acerca de procesos que puedan resultar una contingencia que impacte negativamente en la estructura de este fideicomiso.

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 Rosario, Santa Fe, Córdoba y Paraná.

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

En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados al 31/12/2023 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial

En miles de \$	31-dic.-23	31-dic.-22	31-dic.-21
Activo	89.042	67.660	110.463
Activo Corriente	51.262	34.705	68.014
Activo no Corriente	37.780	32.955	42.449
Pasivo	16.035	12.973	77.004
Pasivo Corriente	16.035	12.973	75.942
Pasivo no Corriente	-	-	1.062
Patrimonio	73.008	54.688	33.460
Total Pasivo y Patrimonio	89.042	67.660	110.463
Razón Corriente	3,20	2,68	0,90

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

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

Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados

En miles de \$	31-dic.-23	31-dic.-22	31-dic.-21
Ingresos de actividades	58.222	53.794	64.344
Resultado Bruto	58.222	53.794	64.344
Gastos de adm y ventas	(20.898)	(21.110)	(37.494)
Resultados diversos	(834)	(987)	(20.923)
Resultados de inv. y financ.	1.487	2.443	1.031
Res. Antes de impuestos	37.977	34.139	6.958
Impuesto a la renta	(9.657)	(12.911)	(137)
Resultado Neto	28.320	21.228	6.821

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Al cierre del año 2023 los resultados son positivos nuevamente. En función de lo mencionado líneas arriba, particularmente por sus antecedentes en el satisfactorio desarrollo del primer fideicomiso así como en el corto lapso transcurrido del segundo, se concluye que Pilay Afisa está capacitada para administrar ambas operaciones.

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 2023 con informe de auditoría independiente de AUREN. En el cuadro siguiente se exponen en forma resumida los principales rubros de los mencionados EE.CC y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 4: Estados de Situación Patrimonial del fideicomiso			
En miles de \$	31-Dic-23	31-Dic-22	31-Dic-21
Activo	4.854.367	4.118.094	3.176.097
Activo Corriente	2.745.237	2.346.282	1.662.399
Activo no Corriente	2.109.130	1.771.812	1.513.698
Pasivo	371.967	177.590	176.917
Pasivo Corriente	245.288	50.399	79.072
Pasivo no Corriente	126.679	127.191	97.845
Patrimonio	4.482.400	3.940.504	2.999.180
Certificados de Participacion	1.588.183	1.443.161	1.261.468
Ajustes al patrimonio	2.332.431	1.880.544	1.441.278
Resultados acumulados	561.786	616.798	296.434
Total Pasivo y Patrimonio	4.854.367	4.118.094	3.176.097

Fuente: EE.CC Fideicomiso C.P.

Cuadro 5: Estados de Resultados del fideicomiso

En miles de \$	31-Dic-23	31-Dic-22	31-Dic-21
Ingresos operativos	104.455	868.249	693.559
Egresos operativos	(167.467)	(518.295)	(359.709)
Otros ing/egr	2.487	1.487	1.751
Resultados de explotación	(60.525)	351.441	335.601
Resultados financieros	5.715	(30.893)	(9.949)
Impuesto a la renta	(202)	(185)	(171)
Resultado neto	(55.012)	320.364	325.480

Fuente: EE.CC fideicomiso C.P.

Si bien el Sistema Pilay contempla fundamentalmente la adquisición de terrenos para luego construir edificios sobre los mismos, también prevé la posibilidad de adquirir edificios o partes de edificios en construcción. Esto último es lo que ocurrió al comienzo en que se invirtió en edificios en construcción o en unidades en edificios ya construidos. Bajo esta modalidad se entregaron las primeras 84 unidades; luego, se adquirieron terrenos con el objeto de desarrollar edificios propios que es la etapa que se está transitando actualmente.

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

Si bien se ha reflejado contablemente la entrega y goce del bien a dichos fideicomitentes y se ha reconocido el costo de los apartamentos, estos últimos continúan en el patrimonio fiduciario hasta tanto se formalice la 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 2023 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 31/12/2023 (miles \$ valor nominal)

Clase	Previsto	31/12/2023	31/12/2022	% emitido	Incremento
S1B1CS	11.813	7.201	7.295	60,96%	-1,29%
S1B1CE	1.246.734	432.477	399.248	34,69%	8,32%
S1B1CT	2.774.218	257.346	215.384	9,28%	19,48%
S1B1CA	346.500	78.749	71.029	22,73%	10,87%
S1B2CS	11.813	4.045	4.271	34,24%	-5,29%
S1B2CE	1.679.624	363.355	354.843	21,63%	2,40%
S1B2CT	3.812.863	247.648	208.588	6,50%	18,73%
S1B2CA	472.500	66.776	63.698	14,13%	4,83%
S1BCMC	401.800	130.444	118.692	32,46%	9,90%
Provisorio T.9		143	113		
Totales	10.757.864	1.588.183	1.443.161	14,76%	10,05%

Fuente: CARE en base a EE.CC del fideicomiso

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

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

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

4. Auditoría de gestión

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

El último informe PAPA producido por AUREN fue al 30/11/2023. 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 30/11/2023, de acuerdo a las condiciones establecidas para ser adjudicatario, correspondía haber adjudicado 236 unidades a los beneficiarios del Grupo UJ (departamentos de 1 dormitorio) sin embargo, se adjudicaron 342 unidades. Mientras que para el Grupo UV (departamentos de 2 dormitorios) hubiera correspondido adjudicar a la misma fecha, 162 unidades y en cambio se adjudicaron 217 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 comentó previamente, 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, obviamente, 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	30/11/2023	30/11/2022	30/11/2021	30/11/2020	30/11/2019
Fideicomitentes B	2.103	2.168	2.157	2.066	1.962
Contratos	2.528	2.624	2.611	2.563	2.475
Fideicomitentes B activos	1.576	1.690	1.754	1.515	1.334
Contratos activos	1.904	2.023	2.095	1.828	1.660
Fideicomitentes al día	1.371	1.451	1.542	1.327	1.144
Contratos al día	1.642	1.713	1.804	1.592	1.369

Fuente: Informes PAPA

Puede comprobarse que las cantidades en las distintas categorías han comenzado a descender; esto es consistente con el hecho de no realizar nuevas ventas, en cambio se han empezado a cancelar contratos.

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 2023 (estimado), es la siguiente:

Cuadro 8: variables de ajuste de cuota

Período: agosto 2009 - noviembre 2023	
ICC	290%
Paramétrica	298%
Cuota cobrada	298%

Fuente: Informe PAPA al 30/11/2023

Como se desprende del cuadro anterior, se puede observar que el Fideicomiso ajustó las cuotas hasta noviembre de 2023 de acuerdo a la paramétrica. Importa destacar que la cuota cobrada está razonablemente alineada con los costos de construcción por lo que el riesgo de descalce es muy acotado.

Por último, respondiendo a otra exigencia del BCU, la fiduciaria sigue presentando el Informe sobre información financiera prospectiva analizado por Auren. En este caso actualizado al 31/12/2023 y proyectado al año 2043. AUREN informó que no tiene elementos como para controvertir lo sostenido por la fiduciaria aun admitiendo que dado el tiempo proyectado no hay forma de afirmar que no podrían producirse desvíos de entidad. Bajo esos supuestos, que lucen razonables, 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 Tecnoel 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 Uruguay tanto como en ecosistemas similares a los del mercado de vivienda del país (Santa Fe, Rosario y Córdoba), y un constructor con probada trayectoria así como renombre en la plaza uruguaya. Las disposiciones de gobierno corporativo, así como las auditorías periódicas que dan cuenta del avance de las obras y de la marcha del proyecto en general contribuyen en el mismo sentido.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

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

Desde el año 2013 y con una periodicidad semestral, el BCU exige a Campiglia & Pilay presentar un informe auditado donde debe simular que se deja de vender y probar la capacidad que el Fideicomiso tiene de cumplir con los fideicomitentes. Este análisis se ha realizado oportunamente, y ha podido demostrar que el Fideicomiso posee la capacidad de cumplir con los derechos de los fideicomitentes.

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) es lo que 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. El Fideicomiso ha resuelto no comercializar nuevos contratos, por tanto a nivel comercial solamente se colocan los contratos de Fideicomitentes que han dejado el Fideicomiso o cedido sus contratos. En este sentido, la cantidad de Fideicomitentes y contratos activos se redujo en 2023 lo cual es consistente con lo anterior y con el lanzamiento de otro Fideicomiso que se basa en los aprendizajes del que aquí se califica. Más precisamente, la cantidad de Fideicomitentes activos se redujo en algo más de 6% en el último período. Se considera un fideicomitente activo aquel que no ha declarado explícitamente su renuncia al sistema. La relación de contratos al día/contratos activos mejoró levemente durante 2023, ubicándose por encima de 85% (ver Gráfico 1 en la introducción de este documento). Este es el mayor registro desde que opera el Fideicomiso.

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

En cuanto al ritmo de adjudicación de unidades, este se ha mantenido por encima de lo estipulado en las obligaciones contractuales. A noviembre de 2023 se adjudicaron aproximadamente 560 unidades, más de 40% de lo previsto en ambas series de Fideicomitentes (UJ y UV). Este sobrecumplimiento se mantiene en cada actualización de calificación y se juzga positivamente en las actualizaciones.

Por último, las proyecciones financieras semestrales solicitadas por BCU y auditadas por AUREN hacen referencia al flujo de contratos inactivos a colocar en los próximos años, las obligaciones constructivas y la cantidad de unidades que deberán adjudicarse por año en los próximos años. De las proyecciones surge que se deberán construir más de 550 unidades en los próximos 5 años. En vista 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 otros en Montevideo y Canelones) y el estándar de sobrecumplimiento de las obligaciones contractuales, es posible que el Fideicomiso produzca más unidades que las citadas previamente. Por otro lado, las proyecciones financieras asumen que se comercializan once contratos por mes, correspondientes a contratos inactivos.

2. Demanda por consumo: comparación con crédito hipotecario

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

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

En segundo lugar, en cuanto a la opción del crédito hipotecario, se debe tener presente que el ingreso líquido requerido como contraparte al solicitar un crédito a pagar en menos de 10 años es tan elevado que no permite a esta opción ser competitiva, en tanto una cantidad muy importante de hogares no lograría cumplir este requisito. Teniendo esto presente, en lo que sigue se hará hincapié en la comparación entre el costo de financiamiento de adquirir una unidad habitacional a través del FF Campiglia & Pilay I con el costo asociado a un crédito hipotecario a un plazo de 15 o 20 años. Del mismo modo, es importante señalar que para acceder al Sistema Pilay no se requiere ahorro previo, ni un ingreso mínimo base a diferencia del crédito hipotecario. **Por lo anterior, el sistema Pilay tiene un público objetivo más amplio y que no necesariamente este público es sujeto de crédito hipotecario, por lo que esta comparación se presenta a modo de sensibilización, en tanto el producto ofrecido por el Fideicomiso se encuentra validado por el mercado, dado los niveles de adhesión alcanzados al momento.**

Es importante notar que las tasas de interés de los créditos hipotecarios se mantienen en mínimos históricos. Esta situación sumado a la apreciación del peso (que abarata en términos relativos la compra de inmuebles vía crédito) uruguayo configura un escenario relativamente favorable para el crédito en la coyuntura actual. De todas formas, debe tenerse presente que el cálculo del Valor Presente Neto dependerá del costo de las cuotas a pagar en cada alternativa y su evolución en el futuro: mientras que la cuota del FF dependerá de cómo evolucione el ICC o la paramétrica definida en el prospecto de emisión, para el crédito hipotecario está dependerá de la evolución del Índice de Precios al Consumidor.

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

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 7,0%. Esto asume que las cuotas pagadas por el Fideicomitente B se ajustan por un ICC que evoluciona en línea con una combinación de salarios y dólar, consistente con la historia de las variables⁶. Para los salarios se asume una evolución similar al PIB tendencial, en tanto el dólar nominal evoluciona en línea con el equilibrio externo (manteniendo el TCR constante, en un escenario de inflación internacional de 2% y local de 7%)⁷. El supuesto de valorización anual de 2,5% se sensibiliza para recoger los distintos tipos de entrega de las unidades que implica la correspondiente depreciación por uso.

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

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

⁷. Es importante resaltar que estos valores podrían ser distintos a los de corto plazo, ya que estos últimos reflejan eventuales situaciones que se juzgan transitorias a los efectos de esta comparación de largo plazo.

Es importante destacar que el cálculo anterior se trata de una estimación de largo plazo, por lo que no contempla que puedan existir diferencias en el corto plazo producto del ciclo económico-financiero u otros acontecimientos que puedan generar desvíos transitorios sobre comportamiento de las variables respecto de su trayectoria de largo plazo. Por último, podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso con las curvas de rendimiento estimadas para el caso del Uruguay. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,2% y la curva en dólares (CUD) al mismo plazo está en 5,3%.

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 son una fortaleza para el FF. Los contratos al día se mantienen en niveles altos, a pesar de la reducción de los contratos activos producto de la no comercialización de nuevos contratos. *Se considera que existe un riesgo bajo y posible de ser controlado a tiempo.*

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 riesgos y mitiga el descalce lo que se considera una fortaleza. La morosidad de los contratos se mantiene reducida. *Riesgo muy bajo.*

V. EL ENTORNO

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

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

La pandemia de 2020-2021 constituyó un evento agudo, de crisis generalizada y reconfiguración del escenario financiero global. Pasado este proceso, la economía global rebotó y retomó la senda de crecimiento, al tiempo que la inflación aumentó significativamente producto de las políticas expansivas lanzadas durante el período del Covid-19. En 2023, la economía global creció 3,1% y se espera un crecimiento similar durante 2024-25 según las últimas estimaciones del World Economic Outlook. Sin embargo, es interesante destacar que este crecimiento ha sido corregido al alza en especial para de Estados Unidos, que ha sido más resiliente al proceso de contracción monetaria, y de las economías en desarrollo.

En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, configurando un escenario de menor preocupación por la actividad y mayor preocupación por la reducción de la inflación. En este sentido, se espera que el proceso de recorte de tasas de interés en Estados Unidos comience en algún momento de 2024, pero el mismo será más lento de lo previsto hace unos meses atrás. De esta forma las tasas de interés se mantendrán relativamente altas durante 2024 y el dólar también mantendrá su fortaleza relativa a nivel global, aunque como se verá más adelante el mercado uruguayo se ha desanclado de esta dinámica. Del mismo modo, este escenario resta soporte financiero al precio de los commodities y estos se ubican actualmente por debajo de los precios de cierre de 2023. Si bien el comportamiento del

precio de las materias primas es más sensible a las condiciones financieras en el caso de los metales y el petróleo, los commodities agrícolas también están parcialmente influidos por esta dinámica, a lo que le suma la menor demanda de China.

De esta forma, se mantiene un escenario global de menor impulso financiero externo para las economías de la región, con tasas que se mantendrán elevadas, dólar fuerte y precios de los commodities que tendencialmente no subirán en el corto plazo.

Gráficos 2 y 3 – Dollar index (izq, ene 2006=100=.) y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



Fuente: Fred St Louis.

Al igual que en informes anteriores, el impacto del ciclo financiero global sobre el mercado doméstico se mantiene acotado. El principal aspecto ha sido la relativa estabilidad del dólar en términos nominales, a diferencia de lo acontecido a nivel global. Esto implicó una apreciación real significativa del peso uruguayo en los últimos dos años, que podría estar explicado en parte por aspectos vinculados a la política monetaria y en parte por el ingreso de capitales vinculados a la inversión extranjera directa y al desempeño del sector externo. Todo esto con distinto timing, pero en 2023, a nivel de fundamentos, el ingreso de IED ha tenido un importante efecto en el Saldo de Financiamiento Externos que se mantiene superavitario. Es importante resaltar que el desempeño de la IED estuvo estrechamente vinculado a las obras de infraestructura y la instalación de la tercera planta de celulosa en el centro del país, pero también por el ingreso de capitales con otros destinos, entre los que se encuentra el mercado inmobiliario.

En línea con lo anterior, la estabilidad del dólar también ha contribuido a que la inflación se ubique dentro del rango meta definido por las autoridades monetarias y se espera continúe en este nivel durante 2024. Esto podría implicar que la política monetaria podría tener cierto margen para bajar tasas de interés, aunque enfrentará el desafío de sopesar expectativas al alza en horizontes más lejanos, de 24 meses.

El escenario descrito previamente implica que la inflación en dólares continuará siendo elevada, lo cual genera oportunidades y desafíos. En el primero, la inflación en dólares genera un mayor poder adquisitivo para los hogares, impulsando el consumo privado. El año pasado el consumo privado tuvo un muy buen desempeño, y se espera un año aún mejor en 2024. Esto también ha sido uno de los principales drivers del mercado inmobiliario, como se discutirá más adelante. En cuanto a los desafíos, la contracara de la inflación en dólares es un encarecimiento relativo de los costos de producción,

en especial en sectores que tienen costos en pesos e ingresos en dólares. Esto viene erosionando los márgenes de producción en el sector inmobiliario, y es la tónica de los nuevos desarrollos en la producción inmobiliaria.

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



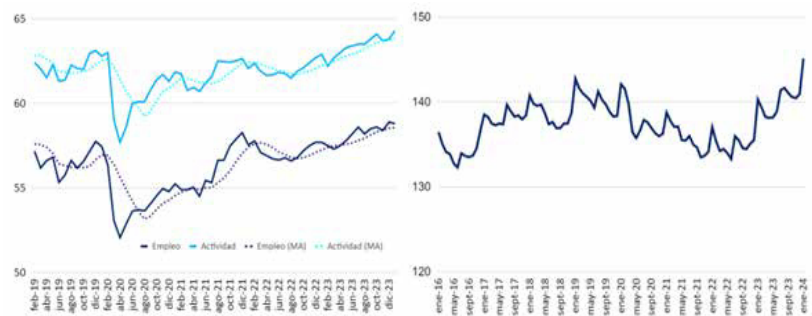
Fuente: INE y BCU

En cuanto a la actividad económica, el 2023 habría cerrado con un crecimiento casi nulo (de menos de medio punto porcentual), producto del enlentecimiento de la actividad, una base de comparación alta producto de las etapas finales de la instalación de la tercer planta de celulosa y algunos shocks puntuales (sequía, parada de la refinería de Ancap). Este desempeño tiene cierta heterogeneidad al interior. Mientras el Consumo privado tuvo un excelente desempeño dado la solidez del mercado laboral, el aumento de los salarios y la apreciación real del peso; el sector exportador experimentó un escenario negativo producto de la sequía y la baja en los precios de los commodities. Adicionalmente, es importante señalar que el consumo privado habría crecido por encima del 3% durante 2023, aún en un escenario de corrimiento de consumo hacia Argentina producto de la amplitud de la brecha cambiaria que favorecía el consumo de los uruguayos en Argentina, tanto a nivel turismo como en la frontera.

Una vez extinguidos los efectos de los shocks puntuales del año pasado, hacia 2024 se espera un repunte de la actividad y la economía volvería a crecer por encima del 3%, con un consumo privado que seguirá empujando la actividad, al tiempo que se espera una contribución positiva del sector agropecuario ante la reversión de la sequía.

En lo que refiere al mercado laboral, si bien la economía en su conjunto cerraría 2023 con muy bajo crecimiento por los factores comentados previamente, el mercado de trabajo continuó evidenciando señales positivas, manteniendo el dinamismo exhibido en meses anteriores. En este sentido durante 2023, se han creado 40 mil puestos de trabajo de acuerdo a lo publicado por el INE lo que es consistente con un aumento de 2% en la Tasa de Empleo en los 12 meses cerrados a enero 2024. En cuanto a la actividad, también muestra que hay un incremento de la población activa, en tanto el desempleo se mantiene reducido en torno al 8%. A nivel salarial, los salarios reales tuvieron un importante crecimiento durante 2023, producto del incremento nominal que aún recoge cierto rezago post-pandemia y vinculado a la moderación inflacionaria. Todo lo anterior configura un escenario positivo para los ingresos de los hogares. Es importante notar que este desempeño, no fue afectado negativamente por la ralentización de la economía exhibida en 2023, y fue en gran parte sostén del crecimiento económico en los últimos meses.

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



Fuente: INE

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.a. Evolución reciente y perspectivas

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 12% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019), 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 la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina

2.2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales trajeron aparejado un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional que limitaron el dinamismo del sector inmobiliario. Desde entonces, y una vez controlada la crisis sanitaria, el sector ha evidenciado una importante mejoría evidenciada con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito y el fortalecimiento del peso uruguayo. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares. Hacia el futuro, este escenario de mejora del lado de la demanda, reduce los márgenes del lado de la oferta y los nuevos emprendimientos inmobiliarios. 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

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o representan la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc. Esto determina que las condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar las particularidades de los proyectos inmobiliarios a la hora de evaluar su desempeño.

El sector de la vivienda y servicios habitacionales es por naturaleza un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc. Esto determina que las condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar las particularidades de los proyectos inmobiliarios a la hora de evaluar su desempeño.

El stock de viviendas existente se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 (hoy Vivienda Promovida), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes de 2020 y 2021 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos. Más recientemente, cambios en la Ley de Vivienda Promovida habrían apuntalado el desarrollo de inmuebles, reimpulsando la construcción de vivienda.

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

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde 2021, superando 180 proyectos. Esta tendencia se mantuvo estable en los últimos dos años, incluso con un aumento en 2023 que fue récord de proyectos en el marco de este estímulo. Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo.

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, lo que a su vez implica potencialmente dos tipos de demandantes. En este sentido, los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población -y otros cambios de paradigma de carácter social-, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, 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 y no se esperan modificaciones según las estimaciones de población del INE. Es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI⁸, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior. De todas formas, este proceso podría presionar la demanda de cierto tipo de inmuebles, en especial en el mercado de arrendamientos, aunque no es necesariamente un fenómeno que se observe a nivel agregado.

A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son: **i)** el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y; **v)** la inseguridad. Todos estos elementos han impactado directamente en el mercado de la vivienda, vía la preferencias de los hogares. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

⁸ Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015. De acuerdo a esta encuesta casi 70% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios, tanto en el pasado como en sus perspectivas de los próximos dos años.

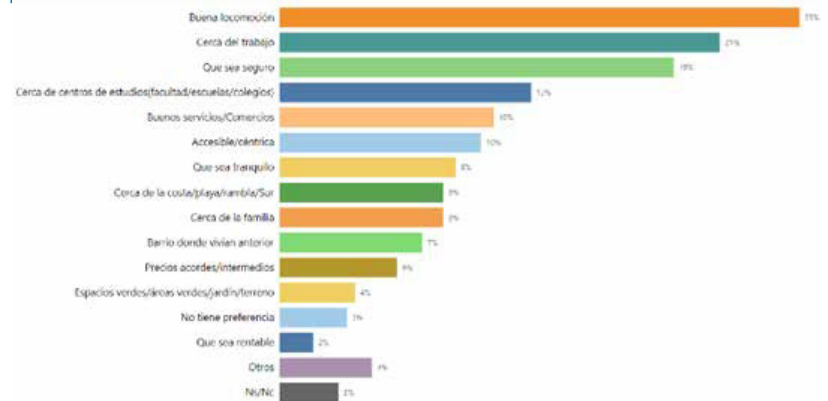
Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación en un lugar céntrico, la existencia de buena locomoción, que se trate de un entorno seguro y cercano al lugar de trabajo. **Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y se mantienen en relación a las últimas olas de esta encuesta.** Los barrios más demandados coinciden con olas previas de esta encuesta y resaltan Centro y Pocitos; igualmente se mantiene también la tendencia de corrimiento hacia el este en el eje Ciudad de la Costa/Pinar. Por su parte, en esta última edición se aprecia un repunte de la búsqueda de viviendas con estacionamiento, elemento de menor importancia en ediciones pasadas. Todos estos elementos se validan en la oferta provista por el Fideicomiso CAmpiglia & Pilay I. Incluso se proyectan dos edificios en Ciudad de la Costa, ampliando la oferta edilicia hacia Canelones. Esto recoge el corrimiento de la oferta hacia el Este, también en línea con la demanda del mercado.

Gráfico 9 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, los hogares encuestados indican una mayor importancia del ahorro previo y cierta disminución del financiamiento como fuente de financiamiento en la compra de la vivienda. Sin embargo, como se verá más adelante, el crédito hipotecario continúa creciendo, y tanto el acceso como las condiciones de los créditos continúan mejorando en los últimos años.

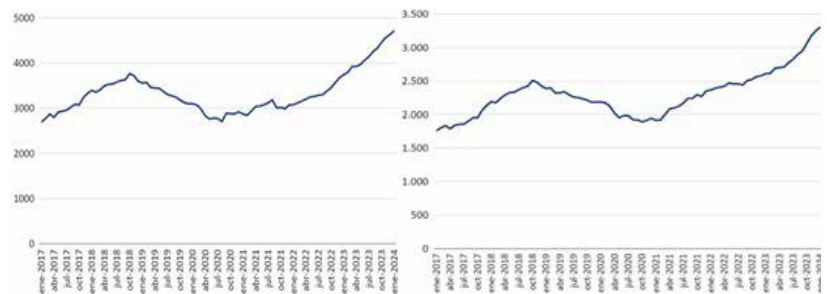
Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo a las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubicaban entre 6% y 7% durante 2023.

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 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Esto determinó un cambio para los hogares que impactó principalmente en los primeros meses posteriores a la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y viene sosteniendo una mejora sustancial en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares crecen tendencialmente, y se benefician de la apreciación del peso, impactando positivamente sobre la compra de bienes durables (automóviles, inmuebles, entre otros)

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras trajeron aparejado una reducción en el costo de los créditos hipotecarios que derivó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a enero de 2024 creció 26% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 26%, acelerando en los últimos meses y ratificando el dinamismo del crédito como vía de acceso a la vivienda. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se ubicaron en diciembre de 2023 en 4,6% promedio, relativamente estables en los últimos meses luego de la moderación durante 2021-22.

Gráfico 10 y 11 – Créditos hipotecarios en UI Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: BCU

Las condiciones de los créditos hipotecarios han continuado mejorando, lo que apuntala su desempeño reciente. No obstante, la penetración del crédito se mantiene reducida, tendencia que caracteriza a Uruguay en la región. Por esto, es necesario comprender qué restricciones de acceso existen en este sentido. En particular, desde la óptica de los hogares (demandantes de crédito), los principales requisitos para el acceso refieren al ahorro previo y a contar con un nivel de ingresos mensuales líquidos superiores a los mínimos establecidos. Estas condiciones han favorecido a los hogares uruguayos, y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito. De acuerdo a Sader & Calvete, solo un quinto de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso en los últimos 18 meses, aún resta una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

Gráfico 12 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sader & Calvete (Marzo 2024).

Si se compara este indicador con los resultados generales 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. Adicionalmente, se debe considerar que la coyuntura económica es favorable para el desarrollo del crédito hipotecario. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación respecto al dólar durante los últimos años, aumentando los ingresos de los hogares medidos en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiben cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar. Por otro lado, las tasas de

interés en Unidades Indexadas exhibieron una reducción importante durante el último año y se ubicaban en 3,5% anual en el último trimestre de 2023. Esta reducción implica una caída en el costo del crédito, lo que en última instancia redundará en una menor carga de intereses a pagar por los hogares.

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. Durante el último año las tasas de interés internacionales se han incrementado, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Este fenómeno, se ha moderado en los últimos meses y podría revertirse parcialmente durante 2024 aunque esta reversión sería lenta como fue comentado en la primera sección de este capítulo.

A pesar de ello, y en contraposición al mundo, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera. Este fenómeno habría sido explicado por dos factores, uno de carácter real vinculado a la fortaleza del sector externo, en especial la IED, y otro financiero vinculado a las tasas de interés de los instrumentos locales.

De esta forma, ambos desarrollos configuran un escenario mixto para la demanda de inmuebles con motivo de inversión en el mercado local. En este sentido, la encuesta realizada por Research Uruguay señala que 12% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión lo que implica un leve aumento respecto a la última edición, al tiempo que 15% de los encuestados espera hacerlo en un futuro.

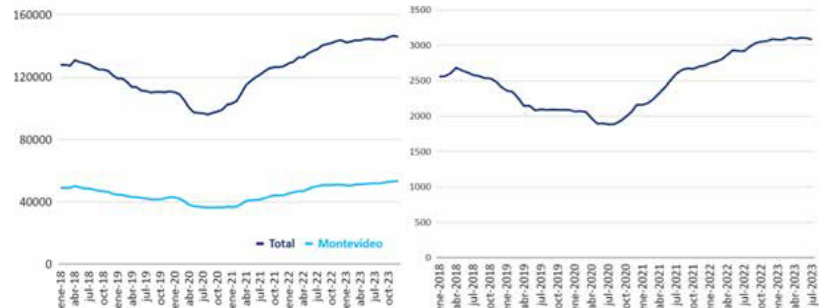
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma conveniente. 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 continúa evidenciando una mejora del mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector.***

En este sentido, la información del INE en base a la Dirección Nacional de Registro indica que durante 2023, las inscripciones de compraventa crecieron casi 2% para el total del país, y casi 5% para Montevideo. Esto mantiene el dinamismo del mercado de compraventa exhibido en los últimos dos años. Montevideo se mantiene como principal departamento, representando más de un tercio de las operaciones y junto a Maldonado representan más de la mitad de las transacciones de compraventa registradas.

Gráficos 13 y 14 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Altas - 12 meses móviles, izq) y Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (Millones de pesos constantes - 12 meses móviles, der.)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

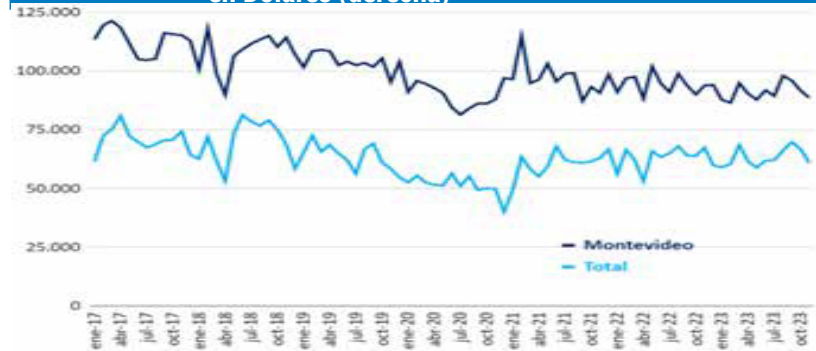
Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales se desaceleró durante 2023, reduciéndose levemente en los 12 meses cerrados a enero 2024 (-1,9%), en términos reales. Igualmente debe notarse que el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda. Por otro lado, se debe señalar que la Vivienda Promovida está exenta de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos está teniendo un dinamismo relevante para el mercado, por lo que estas operaciones no quedan recogidas en el ITP.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Por un lado, los permisos de construcción continúan creciendo, al tiempo que los cotizantes al BPS en el sector de la construcción, si bien se han desacelerado, mantienen un leve crecimiento. Este último indicador pauta la demanda de mano de obra en el sector que provee servicios habitacionales. Por último, del lado de los hogares, las expectativas del consumidor se mantienen en zona positiva, de acuerdo al indicador de Confianza de Consumidor elaborado por la UCU, destacando la mejora en la predisposición de compra de bienes durables.

iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE da cuenta de una tendencia creciente y estable en la mediana de precios de compraventa en Montevideo medido en dólares estadounidenses y pesos constantes, respectivamente.

Gráfico 15 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares (derecha)



Fuente: INE en base a DNR

Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso. De todas formas el fenómeno de inflación en dólares que favorece la transaccionalidad pero incrementa los costos de producción, podría impactar en el precio de los inmuebles en el corto plazo. En particular, para las obras nuevas, este fenómeno podría llevar a revisar las listas de precios que se están produciendo (o se desarrollarán en el futuro) dado el incremento de los costos de producción.

Respecto a los contratos de alquiler, se evidencia un aumento en pesos nominales de entre 7,5% y 5,7% para los contratos nuevos y vigentes, respectivamente. Esto implica un crecimiento real de entre 2,3 y 0,5%, según el tipo de contrato. En términos de dinámica, se aprecia que en 2023 los precios de los alquileres dejaron de reducirse y comienzan un nuevo ciclo con un leve incremento que se aceleró sobre finales de 2023.

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



Fuente: INE en base a DNR

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

No se esperan cambios significativos en el corto plazo que afecten al mercado inmobiliario de forma negativa. Por el contrario, el contexto macroeconómico es favorable para la demanda de inmuebles, en tanto se profundiza el proceso de mejora del ingreso de los hogares, reforzado por la acumulación de inflación en dólares. Esto, a su vez, se beneficia de un aumento en los créditos hipotecarios y mejores condiciones de acceso por parte de los hogares. En contrapartida, este escenario es complejo para el desarrollo de nuevas obras de vivienda, que ven sus márgenes erosionados y podrían ajustar los precios en dólares para hacer frente a esta situación. En el corto plazo, se espera que la transaccionalidad se mantenga.

3. Las políticas públicas

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

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

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

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

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. El "Plan Entre Todos" del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) con créditos

correspondientes a las partidas presupuestales destinadas a subsidios habitacionales de capital (Contribuciones Económicas No Reembolsables) regulada por los artículos 465 y 466 de la Ley 19.924 (y modificativas) y por el artículo 14 del Decreto Reglamentario 59/022 de 7 de febrero de 2022 configuran una nueva línea de acción política para que algunos sectores que hoy no acceden al mercado inmobiliarios, puedan acceder a la vivienda como propietarios.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras⁹.

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario ha evolucionado por encima de las expectativas y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; no obstante existen riesgos sobre la rentabilidad de los emprendimientos por la inflación en dólares. El escenario global no favorece la inversión en inmuebles aunque tampoco se esperan novedades negativas en este marco. Los fundamentos del mercado inmobiliario favorecen al acceso a la vivienda. Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. En especial, los cambios en la Ley de Vivienda Promovida operan como un elemento dinamizador del sector vivienda. No se esperan innovaciones negativas en el corto plazo. *Riesgo bajo.*

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>)

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.uy¹⁰ de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

¹⁰². **CATEGORÍA 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.**

ANEXO I
INFORME JURIDICO

Montevideo, 23 de abril de 2024

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

Atención: Ing. Julio Preve

De nuestra mayor consideración:

Por la presente, tenemos el agrado de cumplir con la solicitud formulada por CARE Calificadora de Riesgos S.R.L. (en adelante, "CARE") para actualizar el informe jurídico emitido con anterioridad, en el marco del proceso de actualización del dictamen de calificación de riesgo elaborado por ésta a los valores emitidos por el "Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I" (en adelante, "Fideicomiso Financiero").

1. Planteo de la cuestión

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

En efecto, el Fideicomiso Financiero, su régimen de actuación y las actividades desarrolladas por el Fiduciario Financiero, así como la firma Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante, "Pilay AFISA") se encuentran sujetos al cumplimiento de las normas de Mercado de Valores vigentes, y especialmente a la supervisión y control del BCU como ente regulador del Mercado de Valores.

En función de lo expuesto, procederemos a informar a continuación el estado de las contingencias jurídicas relativas al Fideicomiso Financiero de análisis y los valores que el mismo emite, desde el último informe a la fecha.

2. Estado de las contingencias jurídicas

Tomando como base lo informado en anteriores oportunidades y, de conformidad con la información actualizada recientemente, no existen a la fecha nuevos elementos de juicio que permitan modificar el análisis de legalidad realizado en anteriores informes.

Sin perjuicio de los aspectos señalados, reiteramos lo manifestado en previos informes en el sentido de que, de acuerdo con la sistemática de la regulación del Mercado de Valores, es carga de los inversores o potenciales inversores, valorar en su globalidad los riesgos, beneficios y bondades del instrumento financiero que se ofrece invertir, con la información proporcionada y exigida al emisor por la normativa vigente, entre la que se encuentre el propio informe de calificación realizado por CARE.

Respecto de este último debe tenerse siempre en cuenta que el mismo es una opinión elaborada en base a un manual de procedimiento que previamente registrado ante el BCU, que junto con otra información exigida es un componente más de la información que deberá procesar, analizar y valorar cada inversor, o potencial inversor.

Sin otro particular, saludamos a Ud. muy atentamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'FR', written over a faint, illegible stamp or watermark.

Dr. Federico Rocca