

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, abril de 2022

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION , EL FIDUCIARIO Y EL CONSTRUCTOR
22	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
27	V EL ENTORNO
41	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME JURIDICO

**Actualización de la Calificación de Certificados de Participación del Fideicomiso
Financiero Campiglia & Pilay I.
25 - abril - 2022**

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 2023
Análisis jurídico de la calificación:	Olivera Asociados
Comité de Calificación	Julio Preve; Martin Durán; Santiago Rego
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

Resumen General

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

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

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

- Como se verifica en la sección I y II y con más detalle en el Anexo I, todas las resoluciones y sentencias referidas a la naturaleza del fideicomiso, a la inscripción del fiduciario y de los títulos, han quedado firmes.
- Se realizan los análisis de stress financiero, a los que el BCU somete a la empresa año tras año. Allí se simula 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). Los resultados 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 2021, se han adjudicado 433 viviendas, siendo este registro más de 60% por encima de las obligaciones prorrateadas. Según este mismo informe se entregó el edificio Pilay V y Pilay VI ya cuenta con un avance superior al 45%. Se ha adquirido un terreno sobre el cual se proyecta Pilay VII.
- 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 el Comité de Calificación mantiene su visión favorable.
- En esta línea, la opción Pilay ofrece un mayor retorno para el comprador cuando se compara con la opción de adquirir una vivienda a través de un crédito hipotecario -sin perjuicio de que el Sistema Pilay ofrece una vivienda determinada- y también permite a las personas que encuentran restricciones en el acceso a un crédito hipotecario puedan acceder a una unidad habitacional. Adicionalmente, el producto ofrecido por el FF ofrece un retorno adecuado en comparación con alternativas de uso de los fondos.

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

- El proyecto posee una orientación clara desde el principio de su gestión, 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. Incluso los contratos activos continúan creciendo y el ratio entre contratos al día/activos se mantiene estable en niveles adecuados a pesar de la crisis sanitaria y sus impactos en la actividad y el ingreso de los hogares durante los últimos dos años.
- 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 nueva Administración de Gobierno aprobó un nuevo régimen de alquileres más flexible con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso a la vivienda. Asimismo, se han eliminado los topes de alquiler y de precios de los proyectos promovidos mediante la Ley de Vivienda Promovida (ex VIS), así como también han ampliado los beneficios a proyectos inmobiliarios de gran porte.

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 30/04/23².

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

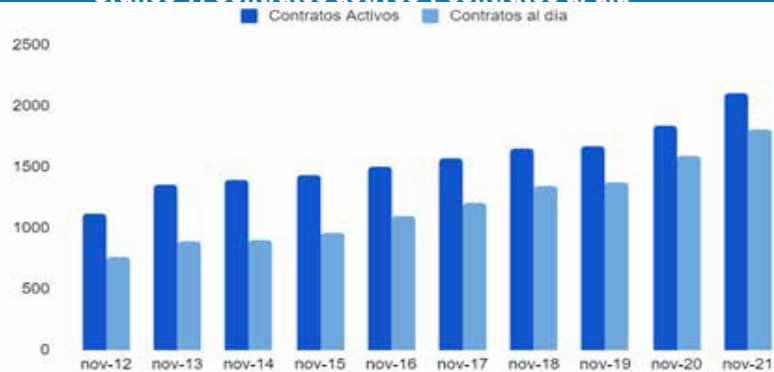
³. Véase www.care.com.uy.

- 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 anexo 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.

3. Hechos Salientes del período

- Al 30 de noviembre de 2021 existían 2611 contratos de Fideicomitentes B, de los cuales 2095 son activos y 1804 están al día. Esto implica un mantenimiento de los contratos al día respecto a los activos, en relación a la anterior calificación. Este es un elemento a resaltar dada la crisis sanitaria y sus derivadas económicas.

Gráfico 1. Contratos activos y contratos al día



Fuente: CARE en base al informe de Gestión de AUREN

- 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. Según el Informe de Procedimientos acordados realizado por AUREN a pedido del BCU, Campiglia Pilay VI tiene un grado de avance superior a 45% que ha sido reportado por tres fuentes distintas. Es de notar que este proyecto, incluye algunos locales comerciales producto de la disponibilidad de fondos.
- A fines de noviembre de 2021, PILAY Uruguay en calidad de fiduciaria del Fideicomiso, firmó la compraventa de un terreno en Parque Rodó por USD 1,3 millones, donde se espera construir el inmueble Campiglia Pilay VII.
- Al 30 de noviembre del 2021, se han adjudicado 433 viviendas. Esto implica una adjudicación mayor en 62%, respecto a las obligaciones prorrateadas que consideran la cantidad de Fideicomitentes de cada subgrupo (UJ y UV).
- El Fiduciario, semestralmente realiza, a solicitud del BCU⁴, un informe financiero cuyas proyecciones están auditadas por AUREN. En dichas proyecciones se testea la solidez del Sistema, considerando el número de Fideicomitentes B, los ingresos de las cuotas según cuotas vigentes, así como los reajustes previstos en el contrato, 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 30/05/2011 y 30/11/2021 (Informe de procedimientos de auditoría previamente acordados- PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN al 31 de diciembre de 2021.
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2021.

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

- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2021.
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay (marzo 2022).
- Informe sectorial del mercado de vivienda a marzo del 2022 elaborado por Ec. Mayid Sader y Ec. Serrana Calvete
- Informe jurídico del estudio Olivera Abogados de fecha 18 de abril de 2022 (Anexo 1).

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Campiglia y Pilay I.

Fiduciario: Pilay Uruguay AFISA.

Constructor: Campiglia Construcciones representado por Tecnorel SA.

Entidad

Representante: Bolsa de Valores de Montevideo.

Títulos emitidos

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

Activos del

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

Moneda de

los CP: Pesos uruguayos.

Importe de

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

Calificación de

Riesgo de

los certificados de

participación): BBB.uy, Grado inversor mínimo

2. El análisis jurídico

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

Son su Presidente y Vicepresidente: Javier A. Vigo Gasparotti y María de los Angeles Dichino Trento respectivamente. Integran el Directorio de la firma, además, María Gabriela Añón y Javier Vigo Leguizamón.

En nuestro país, además, y por disposición del BCU, el sistema tomó la forma de Fideicomiso Financiero por lo cual en su calidad de administradora de este Fideicomiso cuenta como su principal ingreso los honorarios pactados en el contrato respectivo.

El BCU, con fecha 13 de Julio de 2011 comunicó a la fiduciaria la obligación de presentar semestralmente auditoría de gestión informando, al menos, los siguientes puntos:

- Monto de los CP emitidos en el semestre en cada uno de los tramos y su concordancia con los Registros de Pilay Uruguay Afisa como Entidad Registrante.
- Cantidad de Fideicomitentes B que se encuentren al día con sus obligaciones.
- Grado de cumplimiento del ritmo constructivo en el semestre en comparación con lo programado según contrato de la empresa constructora.
- Grado de cumplimiento de las adjudicaciones de soluciones habitacionales en comparación con lo programado y explicitado en el contrato de fideicomiso.
- Verificación de los reajustes del valor de las cuotas en el semestre, de acuerdo a los índices establecidos en el contrato de fideicomiso.

En este sentido, se dio cumplimiento a tal exigencia con el denominado "Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados (PAPA)" elaborado por la firma de auditoría independiente AUREN. Para esta actualización, se contó con los Informes al 30 de noviembre de 2021.

En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados para los tres últimos ejercicios, los que cuentan con el correspondiente informe de auditoría independiente.

Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial

En miles de \$	31-dic.-21	31-dic.-20	31-dic.-19
Activo	110.463	33.457	42.120
Activo Corriente	68.014	9.394	21.540
Activo no Corriente	42.449	24.063	20.581
Pasivo	97.848	1.818	1.773
Pasivo Corriente	96.786	834	875
Pasivo no Corriente	1.062	984	898
Patrimonio	12.615	31.639	40.347
Total Pasivo y Patrimonio	110.463	33.457	42.120
Razón Corriente	0,70	11,26	24,62

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados

En miles de \$	31-dic.-21	31-dic.-20	31-dic.-19
Ingresos de actividades	64.344	19.306	22.731
Resultado Bruto	64.344	19.306	22.731
Gastos de adm y ventas	(58.339)	(2.732)	(2.666)
Resultados diversos	(20.923)	(3.962)	(2.019)
Resultados de inv. y financ.	1.031	2.902	2.182
Res. Antes de impuestos	(13.886)	15.514	20.229
Impuesto a la renta	(137)	(4.222)	(5.221)
Resultado Neto	(14.023)	11.292	15.008

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

El patrimonio de la sociedad está conformado básicamente por el capital integrado por los accionistas y los resultados acumulados.

En el último ejercicio se registró un resultado deficitario. Cabe decir que la firma ha estado abocada al lanzamiento de una nueva operación denominada "Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay" lo que le ha demandado gastos extraordinarios. Incluso, en fecha posterior al cierre, el 15/2/2022, en su calidad de Fiduciaria del citado nuevo Fideicomiso comprometió la adquisición de un terreno con construcciones firmando en garantía un vale por USD 400 mil.

Se considera que Pilay Afisa mantiene su condición de idoneidad para administrar ambos productos.

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 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 él 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 como 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 descrito en el prospecto.

Son activos subyacentes del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes A; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados. En lo que refiere a los Fideicomitentes A, contra su aporte se emitieron Títulos de Deuda Serie 1 por U\$S 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 Costo 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 2021 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-21	31-dic-20	31-dic-19
Activo	3.176.097	2.226.898	1.727.753
Activo Corriente	1.662.399	1.058.661	685.067
Activo no Corriente	1.513.698	1.168.238	1.042.686
Pasivo	176.917	136.371	179.901
Pasivo Corriente	79.072	55.661	98.593
Pasivo no Corriente	97.845	80.711	81.308
Patrimonio	2.999.180	2.090.527	1.547.852
Certificados de Participacion	1.261.468	1.071.137	916.026
Ajustes al patrimonio	1.441.278	1.048.436	773.237
Resultados acumulados	296.434	(29.046)	(141.411)
Total Pasivo y Patrimonio	3.176.097	2.226.898	1.727.753

Fuente: EE.CC Fideicomiso C.P.

Cuadro 5: Estados de Resultados del fideicomiso

En miles de \$	31-dic-21	31-dic-20	31-dic-19
Ingresos operativos	693.559	583.930	573.821
Egresos operativos	(359.709)	(458.362)	(388.472)
Otros ing/egr	1.751	1.484	1.176
Resultados de explotación	335.601	127.052	186.525
Resultados financieros	(9.949)	(14.531)	(14.825)
Impuesto a la renta	(171)	(156)	(64)
Resultado neto	325.480	112.365	171.636

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 2021 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 31/12/2021 (miles \$ valor nominal)					
Clase	Previsto	31/12/2021	31/12/2020	% emitido	Incremento
S1B1CS	11.813	7.295	7.295	61,75%	0,00%
S1B1CE	1.246.734	353.652	307.806	28,37%	14,89%
S1B1CT	2.774.218	174.105	124.162	6,28%	40,22%
S1B1CA	346.500	61.157	51.660	17,65%	18,38%
S1B2CS	11.813	4.276	4.276	36,20%	0,00%
S1B2CE	1.679.624	326.384	298.020	19,43%	9,52%
S1B2CT	3.812.863	176.497	147.479	4,63%	19,68%
S1B2CA	472.500	57.385	51.451	12,14%	11,53%
S1BCMC	401.800	100.656	78.964	25,05%	27,47%
Provisorio T.9		61	24		
Totales	10.757.864	1.261.468	1.071.137	11,73%	17,77%

Fuente: CARE en base a EE.CC del fideicomiso

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

En la última columna se expone el incremento de emisión entre los dos últimos años a efectos de seguir su evolución.

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 30/11/21. Uno de los objetivos de este 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 30/11/21, de acuerdo a las condiciones establecidas para ser adjudicatario, correspondía haber adjudicado 150 unidades a los beneficiarios del Grupo UJ (departamentos de 1 dormitorio) sin embargo, se adjudicaron 274 unidades.

Mientras que para el Grupo UV (departamentos de 2 dormitorios) hubiera correspondido adjudicar a la misma fecha, 116 unidades y en cambio se adjudicaron 159 unidades.

Como ya se ha informado en actualizaciones anteriores, ya se han culminado varias obras, estando en la actualidad en construcción el denominado Campiglia Pilay VI; según informe de avance de obras al 30/11/2021, el avance global del edificio se encontraba en 45,73 %; para los garajes el avance era de 82,66 % mientras que para los locales comerciales era de 50,63 %, todos en línea con lo previsto, según se destaca en el informe PAPA citado.

Se destaca que sobre el fin del ejercicio pasado, el 22/11/2021 se firmó el contrato de compraventa de un terreno en el barrio Parque Rodó por USD 1.3 millones en el cual se construirán nuevas unidades (Campiglia Pilay VII), dando continuidad al proceso de construcción y entrega de las viviendas comprometidas.

Ya se ha comentado que este Fideicomiso canceló la venta de contratos nuevos al iniciar una nueva operación con características similares, pero con adaptaciones que surgieron de esta experiencia. De todas formas, aún 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	30/11/2021	30/11/2020	30/11/2019	30/11/2018	30/11/2017
Fideicomitentes B	2.157	2.066	1.962	1.878	1.729
Contratos	2.611	2.563	2.475	2.404	2.234
Fideicomitentes B activos	1.754	1.515	1.334	1.294	1.202
Contratos activos	2.095	1.828	1.660	1.640	1.564
Fideicomitentes al día	1.542	1.327	1.144	1.094	970
Contratos al día	1.804	1.592	1.369	1.338	1.198

Fuente: Informes PAPA

Puede comprobarse el constante incremento en todas las categorías seguidas.

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 informa 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 (agosto 2009) al mes de noviembre de 2021 (estimado), es la siguiente:

Cuadro 8: variables de ajuste de cuota

Período: agosto 2009 - noviembre 2021

ICC	243%
Paramétrica	247%
Cuota cobrada	248%

Fuente: Informe PAPA al 30/11/2021

Como se desprende del cuadro anterior, se puede observar que el Fideicomiso ajustó las cuotas hasta noviembre de 2021 por una variación apenas superior a la establecida en el contrato. Más allá de ese desvío, importa destacar que la cuota cobrada está razonablemente alineada con los costos de construcción por lo que el riesgo de descalce se encuentra 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 30/6/21 y proyectado al año 2040. AUREN informó que no tiene elementos como para controvertir lo sostenido por la fiduciaria aún admitiendo que dado el tiempo proyectado no hay forma de afirmar que no podrían producirse desvíos de entidad. Bajo esos supuestos, que lucen razonables a juicio de la firma auditora, el fideicomiso cumpliría con sus objetivos.

Riesgos considerados:

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

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

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

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

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

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

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

En definitiva, el riesgo analizado en esta sección se encuentra acotado, por contar con un Fiduciario con experiencia, un Plan de Negocios probado en ecosistemas similares a los del mercado de vivienda del Uruguay (Santa Fe, Rosario y Córdoba) y que ha tenido un correcto desempeño en el mercado local, 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. Este elemento se recoge en el capítulo anterior.

No obstante, y con el objetivo de testear económicamente el producto ofrecido por el Fideicomiso, CARE realiza anualmente análisis complementarios abordando distintos enfoques con el objetivo de generar información relevante sobre el Sistema Pilay y su rentabilidad relativa a otras alternativas para aquellos fideicomitentes que demanden el producto por motivo consumo o inversión. Si bien, como se desprende del prospecto, en este caso la obligación del Fideicomiso no es obtener una determinada rentabilidad sino adjudicar la tenencia y propiedad de una unidad habitacional, la comparación del producto con un uso alternativo de fondos resulta una buena aproximación respecto al atractivo para los potenciales inversores. En última instancia, el atractivo para los futuros propietarios de las unidades es lo que favorece la aceptación del sistema Pilay y lo que permite que este cumpla con las obligaciones que aquí se califican.

De esta forma, para los agentes que demandan el producto del FF por motivo consumo se estima y compara el costo de acceso a la unidad habitacional a través del sistema del FF Campiglia & Pilay I con la alternativa de hacerlo a través de un crédito hipotecario. En cuanto a los agentes cuya demanda del producto del FF se da por motivo inversión, se estima y compara la Tasa Interna de Retorno esperada de la inversión en el FF con respecto al costo de oportunidad del capital.

Antes de profundizar en las distintas evaluaciones de la rentabilidad y atractivo del producto ofrecido, es importante hacer algunas puntualizaciones respecto a la actividad de los fideicomitentes B y los contratos durante el último año. La cantidad de Fideicomitentes B aumentó en 91 en el último año a noviembre de 2021, a pesar de que el Administrador ha resuelto no comercializar nuevos

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

contratos desde 2019. Esto también implicó un aumento en la cantidad de contratos activos junto a un incremento de los contratos que se encuentran al día con sus obligaciones (14% en ambos, respecto a nov-2020). Este último elemento no es menor dado la coyuntura de merma en el ingreso de los hogares producto del impacto económico de la crisis sanitaria. En este sentido, la masa de Fideicomitentes B ha mostrado cierta resiliencia a la coyuntura adversa. Por su parte en 2021, se han adjudicado 433 unidades de vivienda, superando en más de 60% la cadencia prevista de otorgamiento.

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 660 unidades en los próximos 5 años, llegando con un stock de unidades construidas mayor a 1000 a fines de 2026.

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

Cuadro 9 – Comparación del Sistema Pilay I y Crédito Hipotecario

	Valor Presente Neto*		
	Pilay I	BHU**	
	Promedio	15 años	20 años
Un dormitorio	7.520.730	7.882.453	9.275.261
Dos dormitorios	10.171.475	10.624.177	12.501.439

* Tasa de interés de descuento: 6% anual

** Costo de financiamiento asociado a un crédito hipotecario para un empleado privado sin bonificación de tasa de interés.

Fuente: Elaborado por CARE

Como se aprecia en el cuadro precedente, la opción del FF Campiglia & Pilay I resulta más ventajosa en términos de Valor Presente Neto que solicitar un crédito bancario con un plazo de 15 o 20 años. 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 Índice de Costos de la Construcción o la paramétrica definida en el prospecto de emisión, para el crédito hipotecario está dependerá de la evolución del Índice de Precios al Consumidor.

Por último, se debe mencionar más allá de las diferentes “rentabilidades” que hacen más ventajosa la opción del Sistema Pilay bajo estas condiciones, 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.

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 en dólares de 8%. 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.

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.

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.

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.

b. Costo de Oportunidad del Capital

Es posible realizar un ejercicio de benchmarking de la tasa de retorno esperada con el objetivo de medir el atractivo del proyecto. Para esto se utiliza el modelo de valuación Capital Asset Pricing Model (CAPM) en el cual, siguiendo a Damodaran⁸, se adiciona una prima de riesgo que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto, en este caso el mercado inmobiliario/real estate. En consecuencia, para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$$

Donde:

$E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁹.

r_f : tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo de mercado (Equity Risk Premium UY). Es el premio por riesgo específico al mercado y país que opera el proyecto (diferencia entre el rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo ajustado por riesgo país).

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds de la Reserva Federal de EE.UU. En este caso se considera la tasa de las T-bonds a 10 años y se opta por el promedio de los últimos 10 años. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,00%, mientras que actualmente está aproximadamente en 2,7%.

En el caso del Equity Risk Premium se sigue a Damodaran que parte del equity risk de EE.UU y lo corrige por los riesgos inherentes a Uruguay (soberano y de renta variable). Por tanto, el ERP de Uruguay ya incluye el riesgo país y asciende a 6,12% en su última estimación de enero de 2022.

El parámetro "beta unlevered" de Damodaran, para enero de 2022 se ubica en 0,67¹⁰, lo que indica que la inversión en el desarrollo de real estate tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

⁸. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁹. Se consideraron los betas promedio de empresas de real estate de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaran

¹⁰. Beta unlevered Real Estate (General/diversified)

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 6,1%, la cual está en línea con la TIR estimada para los productos ofrecidos por el FF. Si bien esta comparación no debe ser considerada en sentido estricto, sirve a modo de comparación para tener una referencia que permita conformar un juicio acerca de la inversión. A su vez, es importante destacar que el entorno financiero global se muestra líquido y con aún baja rentabilidad esperada en el mundo desarrollado, lo que actúa en favor del proyecto en economías emergentes.

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. Considerando además el seguimiento de la cartera que se está verificando recurrentemente y los resultados recientes, 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. No obstante, hay un porcentaje del costo constructivo que depende de la evolución del tipo de cambio. El ajuste en la cuota que se indexa con el ICC mitiga dicho riesgo por estar comprendidos estos bienes en la canasta de precios, al tiempo que esto no ha impactado en la morosidad de los contratos. *Riesgo muy bajo.*

En definitiva, se considera que el activo subyacente está en condiciones de generar una vivienda para los inversores (objetivo del fideicomiso) con una rentabilidad competitiva en el mercado de vivienda y de inversiones.

V. EL ENTORNO

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

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

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

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de haber enfrentado un shock negativo inédito durante el 2020, la actividad económica mundial comenzó una rápida recuperación de su actividad económica durante el último año. En concreto, de acuerdo a estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial habría recuperado a un ritmo anual de 5,9% durante 2021 y proyecta que este año lo haga a una tasa de 4,4% anual. A pesar de ello, esta recuperación es heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también al interior de estos en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad.

La recuperación global está estrechamente vinculada a un mayor control de la situación sanitaria. En efecto, el rápido despliegue de los planes de vacunación habilitó el paulatino retiro de las medidas de restricción a la movilidad impuestas para limitar la propagación del virus. No obstante, lo anterior, no se debe de ignorar el importante rol que desempeñaron las políticas fiscales y monetarias desplegadas desde la órbita del sector público, en particular aquellas desplegadas por los países más desarrollados. Estas políticas agresivas de estímulo no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que sentaron las bases para la rápida recuperación evitando que un shock de carácter transitorio derive en daños permanentes sobre el stock de capital físico y humano de la economía -lo cual limitaría su potencial crecimiento en el largo plazo-.

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

A pesar de ello, este contexto financiero parecería estar llegando a su fin. En concreto, la rápida recuperación de las economías desarrolladas y las presiones inflacionarias exhibidas en algunas de ellas -particularmente en Estados Unidos- durante los últimos meses comenzaron a anticipar el retiro de las políticas acomodaticias. En este sentido, el inicio de las discusiones sobre el eventual desarme de las políticas expansivas derivó en un incremento de las tasas de interés¹¹ -lo que en el margen encareció el financiamiento de los desequilibrios fiscales-, al tiempo que implicó una reversión en la evolución del valor del dólar, que tendió a apreciarse frente a las monedas de las economías emergentes desde mediados del último año¹².

En esta línea, a marzo 2022 y con los niveles más altos de inflación de los últimos 30 años, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió comenzar con su proceso de normalización monetaria cambiando la tónica respecto a los últimos años en tres líneas: **i)** acelerando el retiro de compras de títulos de deuda pública, **ii)** elevando su tasa de interés de referencia y **iii)** señalizando al menos seis subas adicionales durante el año. De esta forma, a pesar de que las condiciones financieras internacionales continúan siendo favorables para economías emergentes, es de esperar que estas condiciones continúen endureciéndose durante los próximos meses.

Gráficos 2 y 3 – Dólar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas



Fuente: EconUy

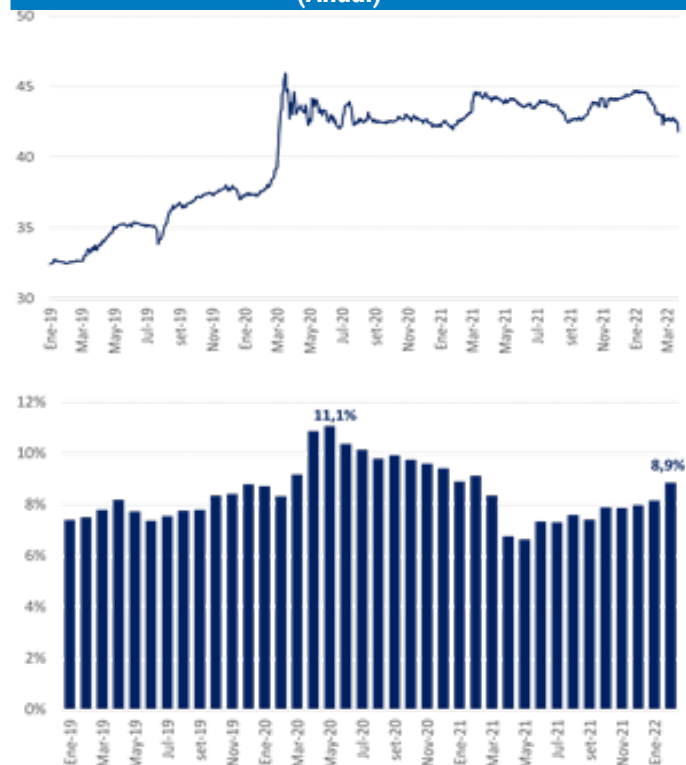
¹¹. Más allá de ello, estas aún se encuentran en niveles mínimos históricos, en particular las tasas de interés reales.

¹². Esto último ha obligado a muchas de ellas a comenzar a retirar los estímulos fiscales y monetarios brindados en un contexto donde muchas de ellas aún conviven con el impacto del virus y están lejos de haber alcanzado los niveles de actividad exhibidos antes de la irrupción de la pandemia.

En este contexto, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania -y su potencial escalada- se presenta como una fuente de incertidumbre adicional, en particular debido a que aún es temprano para evaluar sus consecuencias, tanto económicas¹³ como geopolíticas¹⁴. Por lo pronto, es esperable que la guerra impacte sobre la evolución de la actividad económica internacional ralentizando la recuperación en curso, al tiempo que genere mayor presión sobre la dinámica de precios -en particular de las economías avanzadas- a través del aumento del precio de los commodities energéticos y alimenticios.

A pesar de lo anterior, se debe tener presente que el dólar ha evolucionado de forma algo diferente en el mercado financiero local y se ha debilitado en términos reales con respecto al peso uruguayo. Este comportamiento podría ser explicado en buena medida por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta. No obstante, lo anterior, la inflación se ha acelerado recientemente y se espera se mantenga por encima de la meta en los próximos meses. Este cambio en la dinámica inflacionaria guarda relación principalmente con el aumento del precio de los precios de la energía y los alimentos (trigo, maíz, carne y lácteos, entre otros) producto de la guerra en Ucrania. Si bien aún esto no se ha visto totalmente impactado en los precios, es probable que en los próximos meses los precios domésticos comiencen a internalizar este nuevo escenario global.

Gráficos 4 y 5 – Tipo de Cambio Nominal (USD/UYU) e Inflación (Anual)



¹³ Es esperable que este dependa de la intensidad y duración del conflicto, así como que sea heterogéneo entre los distintos países. Entre otros factores, el impacto podría depender de la composición de la canasta de comercio exterior de cada país -productos exportados e importados y sus correspondientes destinos y procedencia-, así como de sus lazos financieros internacionales.

¹⁴ El conflicto podría traer aparejado cambios en el escenario geopolítico internacional que introduzcan modificaciones sobre las actuales relaciones de poder de la política internacional

Fuente: EconUy

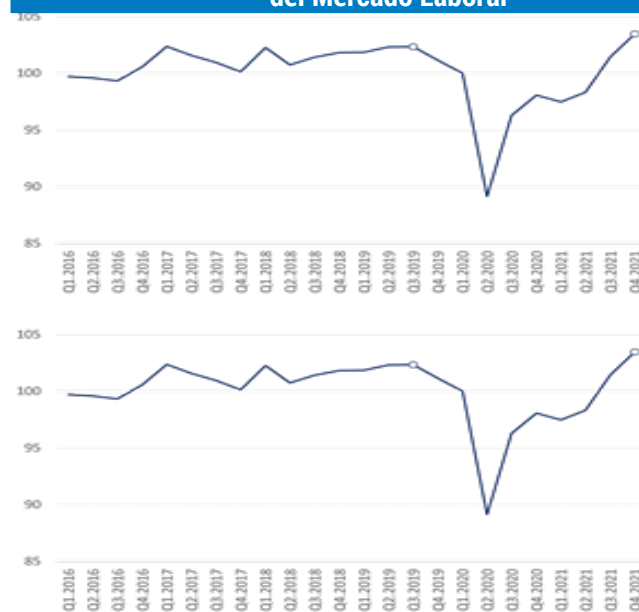
Al respecto de la actividad económica, luego de la significativa caída de la actividad durante 2020, la economía uruguayo ha comenzado un lento y dispar proceso de recuperación que estuvo fuertemente condicionado por la realidad

sanitaria que atravesó el país principalmente durante el primer trimestre del año. En efecto, esta situación derivó en una recuperación asimétrica para los distintos sectores de actividad y que estuvo impulsada por el buen desempeño de la construcción (estrechamente vinculada a grandes obras) y el sector agropecuario. Con esto, el PIB creció 4,4% en 2021, superando los niveles de actividad del 2019, previo a la pandemia. No obstante, y en línea con lo anterior, la recuperación ha sido asimétrica entre sectores, resaltando que algunos sectores sufrieron por más tiempos los efectos negativos de la crisis sanitaria

En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo este año a un ritmo anual de 3,8%. Estos guarismos han sido ajustados al alza en los últimos meses, aunque no incorporan aún las perspectivas de un ciclo financiero más restrictivo ni el aumento de la incertidumbre global producto de la guerra en Ucrania.

En esta línea, la realidad del mercado laboral ha presentado una evolución favorable en los últimos meses con sendos incrementos en la participación laboral y el empleo de las personas en edad de trabajar, los cuales trajeron aparejado una caída en el desempleo. Al mismo tiempo, la cantidad de ocupados habría alcanzado los niveles previos a la pandemia, reforzando la recuperación general de la economía. Este comportamiento del mercado laboral tuvo su correlato en el ingreso de los hogares, que recuperaron de forma parcial la caída asociada a la crisis económica derivada de la pandemia. En paralelo, los salarios no han tenido la misma evolución, ubicándose 1,5% por debajo de 2020, en términos reales. Por otro lado, el debilitamiento del dólar a nivel local permitió recuperar aún más el poder de compra de los hogares medido en dólares.

Gráficos 6 y 7 – Nivel de actividad (Desestacionalizado) y Evolución del Mercado Laboral



Fuente: EconUy

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.a. Evolución reciente y perspectivas

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros.

Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se ententece a partir de mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local, con efectos sobre el mercado inmobiliario. Sin embargo, durante 2021 esta situación parece revertirse y comienza a evidenciarse cierto dinamismo del sector, tal como se aborda en lo que sigue de este capítulo.

i. Oferta de vivienda

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o representan la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas ya que más del 60% del stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado tanto a nivel de producto como de zona geográfica y público objetivo, y por tanto es dable pensar que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc.

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011, introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en

los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS. Esto ha llevado a redensificar zonas de relativamente menor atractivo como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos. Más recientemente, cambios en la Ley de Vivienda Promovida habrían apuntalado el desarrollo de inmuebles, dando un nuevo impulso a la construcción de vivienda nueva en zonas donde la VIS había focalizado sus objetivos.

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

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios.

ii. Demanda por consumo e inversión

Por su naturaleza, los activos inmobiliarios son un bien de uso y, al mismo tiempo, un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. En este sentido, los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población -y otros cambios de paradigma de carácter social-, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, ahora se profundiza en cada caso.

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

ii.i.i. Factores Sociales

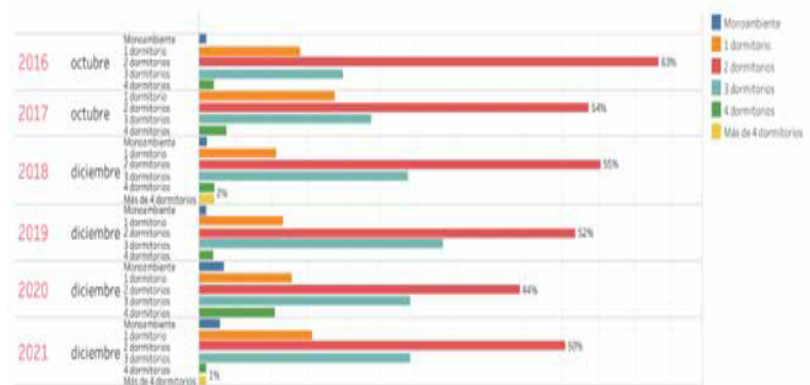
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan cambios sustanciales en los próximos 25 años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer.

Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios en los determinantes del crecimiento natural o un saldo migratorio positivo. Precisamente, en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI¹⁵. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

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

Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: aproximadamente el 20% y 50% de los encuestados prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. Si bien en anteriores ocasiones se identificó un creciente interés por viviendas algo más grandes (durante 2020) este parece haberse diluido en la última edición de la encuesta. Estas tendencias van en línea con el producto ofrecido por el Fideicomiso, el cual ya ha sido validado por el mercado.

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



Fuente: Research Uruguay

Para estos hogares, 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. Respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores determinantes a la hora de elección de una vivienda según el relevamiento de Research.

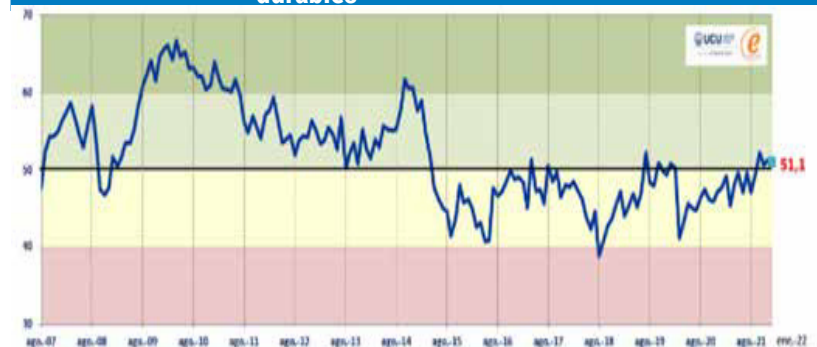
¹⁵. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

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, evidenció una caída durante 2020-21 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido. Esta caída estuvo explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a la irrupción de la pandemia. Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó principalmente en los primeros meses luego de la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. En particular, la propensión a comprar bienes durables presentó una pronunciada caída durante este período.

A pesar de ello, durante la segunda mitad del 2021 y comienzos del corriente año las expectativas de los consumidores registraron una mejora y se situaron en la zona de moderado optimismo. Esto incluso implica una mejora relativa en comparación a los últimos 5 años, la cual no parece guardar relación con los principales indicadores macroeconómicos sino que parece reflejar una mejora del clima general por el proceso de apertura y las mejores perspectivas post-pandemia.

Gráfico 9 – Confianza del consumidor y de consumo en bienes durables



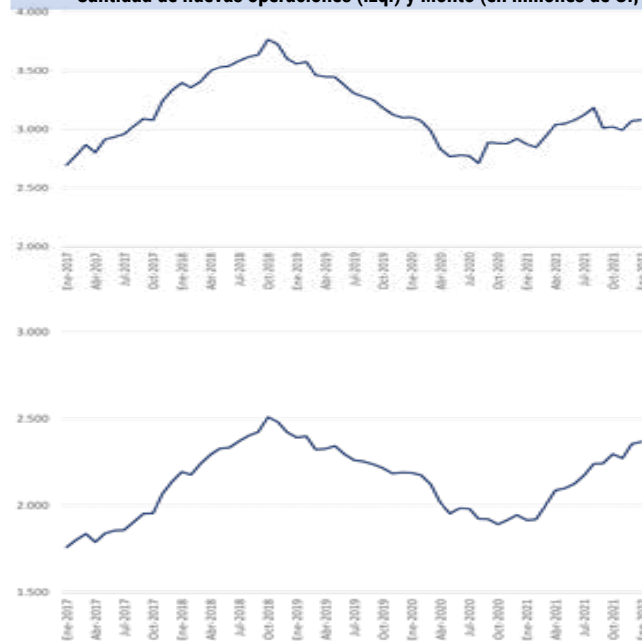
Fuente: SURA y UCU

Cuando se examinan los distintos subíndices que componen el Índice de Confianza del Consumidor, se aprecia que la recuperación estuvo en parte ligada a una importante recuperación de la propensión a comprar bienes durables. Esta se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos pre-pandemia y representa una buena noticia para el mercado inmobiliario, en tanto reflejaría un mayor optimismo y cierta propensión a ingresar o participar activamente en el mercado.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario, este habría registrado una importante recuperación luego del mínimo evidenciado durante el primer semestre de 2020: a enero del corriente año el monto de nuevas operaciones supera casi en un 10% el exhibido previo a la irrupción de la pandemia. Este aumento en los montos fue acompañado con una modesta recuperación de la cantidad de nuevas operaciones -que actualmente se sitúan en su nivel previo a la pandemia-, lo que da cuenta de un aumento en el monto promedio de crédito otorgado por operación. Esto sugiere que a nivel de créditos hipotecarios el incremento se vuelca hacia mayores montos, por sobre la cantidad de operaciones nuevas.

Gráfico 10 y 11 – Créditos hipotecarios en UI

Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: CARE en base a BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del BCU, al mes de enero de 2022 se ubicaba en 2.600 millones de dólares. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa 3% por encima de su nivel previo a la pandemia, al tiempo que evidencia una tendencia positiva durante los últimos meses. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,2% del total de créditos.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,5% para 2021, lo que se considera bajo en perspectiva internacional y aún moderado para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el coeficiente crédito hipotecario/PIB en el Uruguay es reducido en relación con los países desarrollados y algunos países de la región.

De esta forma, es posible argumentar que el crecimiento del sector de vivienda se vería beneficiado de un mercado financiero más profundo y un mayor desarrollo del crédito hipotecario. A este respecto, el sistema financiero enfrenta restricciones debido al tamaño y composición de sus hojas de balance

Desde la óptica de los agentes demandantes de crédito (los hogares), algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son el ahorro previo y los requisitos de ingresos mensuales por núcleo familiar. En este sentido, los requisitos asociados a estos últimos se habrían incrementado en los últimos años. A modo de referencia y según Sader & Calvete, a diciembre 2021 el ingreso mensual líquido requerido para acceder al financiamiento del 80% de un inmueble medio tipificado de 65m² alcanzó a \$144.000 a precios constantes

de diciembre de 2020. Según datos del INE¹⁶, estos ingresos no sólo se ubican por encima del ingreso promedio, sino que sólo el 13% de los hogares contaba con ingresos líquidos superiores a este monto durante el último año¹⁷. Como fue comentado en el capítulo IV de esta actualización, estos elementos operan a favor de la oferta habitacional mediante el Sistema Pilay.

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



Fuente: Sáder & Calvete (Mar. de 2022).

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad, determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Más allá de cierto ajuste, al día de hoy las tasas de interés a nivel internacional continúan en niveles bajos -en particular las reales- principalmente asociadas a políticas ultra-expansivas en los países desarrollados, lo que genera condiciones favorables para el fortalecimiento de la demanda de inmuebles como inversión. En el mercado local, esto a su vez podría ser apuntalado por el fortalecimiento del peso uruguayo respecto al dólar, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera.

Esto fue evidenciado en la anterior encuesta realizada por Research Uruguay, donde el 15% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, el guarismo más alto desde que se realiza esta medición. A pesar de ello, la última edición de la encuesta de Research Uruguay refleja que los hogares redujeron sus búsquedas de vivienda para inversión aunque prevén hacerlo en mayor medida en los próximos dos años.

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de operaciones y precios

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y debe ser complementada con información secundaria. Por este motivo es necesario analizar la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. En este sentido, el seguimiento del Índice de

¹⁶. De acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares (ECH).

¹⁷. Complementando lo anterior, el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda, en tanto apenas 20% dice que no requerirá financiamiento.

Confianza del Consumidor elaborado por SURA y Equipos, conjugado con la evolución de distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector como la recaudación de Impuesto a las Transacciones Patrimoniales y la cantidad de nuevos créditos hipotecarios bancarios permiten obtener una primera aproximación de la coyuntura del sector casi a tiempo real. A este respecto, el comportamiento de cualquiera de estos tres indicadores deja entrever una dinámica positiva del mercado inmobiliario luego de la irrupción de la pandemia a comienzos del pasado año.

Por una parte, el Índice de Confianza del Consumidor presentó una evolución positiva en la segunda mitad del último año y actualmente se sitúa en la zona de moderado optimismo. Esta evolución favorable estuvo ligada parcialmente a una importante recuperación de la propensión a comprar bienes durables, que actualmente se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos antes de la pandemia y representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles.

Por otra parte, los créditos hipotecarios evidenciaron un comportamiento positivo, particularmente en cuanto a los montos de las nuevas operaciones. En este sentido, si bien la cantidad de nuevas operaciones se situó en niveles similares a su nivel previo a la irrupción de la pandemia, los montos operados presentaron una evolución favorable durante los últimos meses y actualmente se encuentran un 10% por encima de este nivel.

Por último, y de alguna forma como reflejo de la recuperación de la confianza de los consumidores y el incremento de las operaciones de crédito hipotecario, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales evolucionó más que favorablemente y también se ha recuperado cuando se lo compara con los niveles previos a 2020¹⁸. Esto parecería pautar una recuperación de la transaccionalidad del sector -lo que podría ser explicado por una mayor cantidad de operaciones u operaciones de montos más elevados-. Esto es consistente con la última información disponible del Instituto Nacional de Estadística¹⁹ que indica que se han registrado más de 25% más de compraventas a nivel país respecto al 2020. En el caso de Montevideo, que es el principal punto de desarrollos inmobiliarios para vivienda permanente, los registros de compraventas aumentaron 18% en 2021, respecto al año anterior, confirmando la recuperación del sector y las buenas perspectivas del mercado inmobiliario.

Gráfico 13 – Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP)

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



Fuente: MEF

¹⁸. Incluso uno debe remontarse hasta principios de 2014 para encontrar niveles de recaudación similares.

¹⁹. En base a información de la Dirección General de Registros.

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

Con respecto a los precios, de acuerdo con información provista por Sader y Calvete (2022) en base al Research de Portfolio, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría tendido a aumentar durante 2021. A pesar de esto, informantes calificados del sector habían informado a CARE que muchas operaciones se habrían realizado validando precios en dólares menores. Es importante destacar que esto podría llevar a cierto desencuentro entre oferta y demanda, en tanto el mercado no convalida los precios de oferta y los propietarios retienen sus viviendas por más tiempo. Lo anterior favorece, en última instancia al mercado de alquileres que ha venido creciendo en cantidad de hogares inquilinos desde hace años.

El mantenimiento/alza de los precios en dólares habría llevado a un aumento del precio medido en pesos constantes (UI). Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial, basado en la idea de un activo financiero), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más directa con la unidad indexada que con el valor del dólar. Esto se debe a que, **(i)** la vivienda es un bien no transable y por lo tanto se determina en el mercado doméstico y, **(ii)** aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables, denominados en moneda local.

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

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante los últimos 18 meses, se espera que el mercado inmobiliario exhiba cierta estabilidad, en especial en cuanto a compraventa. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 cuyo efecto sobre el mercado inmobiliario parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad sobre el cierre de 2020 y durante 2021.

A este respecto, la recuperación de la confianza de los consumidores -principalmente de su predisposición a comprar bienes durables- apuntalada por la parcial recuperación del ingreso de los hogares -gracias a recuperación del mercado laboral y la debilidad del dólar a nivel local- habría impulsado la

concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. Adicionalmente, es posible conjeturar que esta situación haya sido acompañada de un aumento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -en particular considerando el contexto financiero local e internacional- y un aumento de demanda de extranjeros que buscan instalarse en el país -en parte atraídos por posibles beneficios tributarios como la residencia fiscal-.

En esta línea, la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel local podría seguir incidiendo positivamente sobre la recuperación del poder adquisitivo de los hogares, lo cual sumado a las bajas tasas de interés continuaría impactando positivamente sobre las decisiones de compra, en particular para aquellas personas que miran al sector inmobiliario desde una perspectiva financiera: como resguardo de valor y generación de renta.

Más allá de ello, es importante realizar algunas consideraciones hacia el futuro. Por una parte, aún es precipitado evaluar las consecuencias macroeconómicas de la guerra de Ucrania y su derrame sobre economías en desarrollo. Si bien el impacto será heterogéneo y dependerá de múltiples factores²⁰, en el corto plazo es esperable que la guerra limite el ritmo de recuperación de la actividad económica a nivel internacional, al tiempo que agregue presión adicional sobre la dinámica de precios de las economías desarrolladas²¹. En un extremo, esta situación podría derivar en un contexto internacional menos favorable para las economías en desarrollo (más allá de mejoras en los precios de exportación), lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-, al tiempo que podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado el elevado nivel de incertidumbre.

Por otra parte, se debe tener en cuenta que el poder adquisitivo de los hogares aún no recuperó su nivel previo a la pandemia y es esperable que su evolución esté directamente ligada a la dinámica de la actividad económica. A este respecto, no sólo las consecuencias económicas de la guerra serán determinantes, sino que también será importante la evolución de la situación sanitaria que, si bien parece haberse normalizado, aún persisten ciertos riesgos. En última instancia, ambos factores de riesgo podrían impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores a futuro, en tanto estos podrían mostrarse más cautelosos a la hora de asumir compromisos de largo plazo.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a pesar de los eventos adversos recientes.

3. Las políticas públicas

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

²⁰. Entre ellos, la matriz productiva de cada país, sus correspondientes canastas de comercio exterior y sus lazos financieros internacionales

²¹. Particularmente a través del aumento del precio de los commodities, en especial aquellos de índole energética como el petróleo y el gas.

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. El actual 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 más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios. Además, se ha flexibilizado el régimen de alquileres, en especial en lo referente a la garantía de acuerdo con la Ley 19.889, con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso de la población a la vivienda. Es importante destacar que, hasta el momento, esta innovación no parece haber impactado cuantitativamente en el mercado de alquileres, en tanto se registran muy pocas operaciones que se adecúan al nuevo régimen alternativo de alquileres sin garantía.

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.

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. Sobre este punto, es importante resaltar que más allá de la crisis sanitaria de 2020-21, el mercado inmobiliario habría mejorado sustancialmente en los últimos nueve meses con una recuperación de varios indicadores directos sobre la actividad (registros, ITP, créditos hipotecarios, entre otros) e indirectos (expectativas de los hogares). No obstante, dado que se trata de un mercado segmentado, es importante considerar el desempeño específico de cada segmento y propuesta de valor. Una reversión más agresiva que la prevista del ciclo financiero internacional o la incertidumbre creciente por la guerra en Ucrania podrían influir en el contexto general para el mercado inmobiliario. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso, ya sea a través de subsidios a la oferta como a las recientes facilidades para concretar el arrendamiento. La aprobación de estímulos, la flexibilización de garantías de arrendamiento y la eliminación de topes asociados a los proyectos de Vivienda Promovida van en este sentido. *Se considera un nivel de Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB. uy²² de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

²². **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo (Riesgo medio-bajo)**

ANEXO I
INFORME JURIDICO

Montevideo, 18 de abril de 2022

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

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

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,



Dr. Federico Rocca