

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

Montevideo, noviembre de 2025

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE
23	V EL ENTORNO
38	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de Calificación Oferta Pública de Certificados de Participación del
Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay.
13 - noviembre - 2025**

Fecha de inicio:	Julio 2021
Denominación:	Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay
Fiduciario:	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
Agente de Registro y Pago:	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Importe de la emisión:	Certificados de Participación Fideicomitentes B por hasta \$ 35.494.124.714 (pesos uruguayos)
	Certificados de Participación Fideicomitentes M2 por hasta \$ 33.365.455.200
Plazo:	30 años
Activos del Fideicomiso:	Aportes realizados por los Fideicomitentes M2 y aportes realizados por los Fideicomitentes B, los inmuebles adquiridos, construcciones y todo otro activo adquirido por o producido por el FF.
Análisis jurídico de la calificación:	Olivera Asociados
Comité de Calificación:	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2026
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros ¹ .

¹. Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

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

Esta actualización analiza 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 respectivos contratos³. También, califica la posibilidad de obtener cierta rentabilidad para los inversores del Producto M2. La nota obtenida no representa una recomendación para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico cuyas principales conclusiones se recogen en el capítulo II y se adjuntó en la calificación original. En particular, al replicar la estructura jurídica de un instrumento ya validado por Banco Central del Uruguay y Tribunal de los Contencioso Administrativo no se advierten objeciones del punto de vista de la estructura jurídica elegida. Incluso, es importante destacar que en este FF se refuerza la gobernanza, agregando elementos de control adicionales a las funciones del Fiduciario.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero soporta una serie de comparaciones y escenarios, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto. A su vez, al igual que para la estructura jurídica, el "Producto Ladrillo" ya ha sido validado por el mercado en su antecedente directo. Este ha logrado viabilizar la tenencia de vivienda a los fideicomitentes en su antecesor, incluso ante coyunturas económicas desfavorables como el período de crisis del Covid-19. El lanzamiento comercial de este producto se realizó en marzo de 2022.
- Se agrega un nuevo Producto llamado M2 que permite al inversor (Fideicomitente M2) invertir en una unidad previamente establecida y obtener una renta variable que dependerá del método de enajenación de dicha Unidad. Esto abre el abanico de opciones de inversión y permite al Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay financiar las obras. Este producto también fue lanzado al mercado y constituye una innovación en el mercado inmobiliario. El ritmo de adhesión se ha acelerado desde 2023.
- El Plan de Negocios original preveía la construcción de hasta 14 mil apartamentos en un plazo de 30 años, en línea con el volumen de adhesiones que se estima en el Plan de Negocios y que recoge la evolución reciente de su antecedente directo (Campiglia & Pilay) en el "Producto Ladrillo". Cada edificio a construir será licitado en procesos competitivos. A su vez, se mantiene el mismo arquitecto proyectista, Arq. Alvaro Piña, quien trabajó en el FF que sirve de antecedente directo a este Fideicomiso.

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

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

- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr su propósito de ofrecer a los Fideicomitentes B la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características descritas en los contratos. En concreto, el Producto Ladrillo permite que los fideicomitentes adquieran una vivienda, en línea con su antecedente directo. Comparada ésta con el crédito hipotecario, y más allá de la coyuntura económica, el Producto Ladrillo viabiliza la adquisición de una vivienda a personas que no son pasibles de acceder al crédito hipotecario o no cuentan con ahorro previo. El tipo de vivienda y condiciones se encuentran estipulados en los contratos correspondientes.
- El Producto M2 (para el Fideicomitente M2) facilita el acceso a un activo, con montos mínimos reducidos y es convertible, bajo determinados procesos, en una unidad habitacional. Desde la óptica de la Administración, este Producto permite adelantar la obra constructiva, ofreciendo un retorno al inversor variable que dependerá de la evolución del ICC y del mecanismo de enajenación de la Unidad. Todo esto está denominado en pesos, mitigando el riesgo de descalce.
- Según información recogida y auditada por Auren en su último informe a mayo 2025, las obras del primer proyecto (Charrúa) tenían a esa fecha un avance real del 97,60% en los garajes y de 99,36% en los apartamentos. Al momento de realizar este informe, el Administrador informa que Fideicomitentes B ya han recibido la tenencia de las unidades de ese edificio, tal como se refiere más adelante. Por otra parte los Fideicomitentes M2 que tenían metros en ese edificio ya han comenzado a recibir sus rentas en proporción con los metros adquiridos.
- El proyecto general se orienta, hacia el segmento de un ambiente, con relativamente menos unidades dedicadas a uno y dos dormitorios. Si bien el segmento de monoambiente incrementa de forma significativa el público que podría acceder al FF, esto constituye una innovación para un producto de este tipo. Esto constituye un desafío aunque otras orientaciones generales de la demanda coinciden con las previstas en este Fideicomiso Financiero, de acuerdo a los informes del mercado inmobiliario contratados por CARE.
- A la fecha de esta actualización, el mercado inmobiliario mantiene buenos niveles de actividad, medida a través de la transaccionalidad y el desarrollo de nuevos proyectos en el sector vivienda, en segmentos similares a los que atiende este Fideicomiso. El mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo.
- No es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido es la vuelta a la apreciación real del peso, luego del impasse del segundo semestre de 2024. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes.

- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculados a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

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

La vigencia de la calificación es 30/04/2026⁴.

2. Antecedentes generales y características del negocio

- El objetivo del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY es dual, en tanto existen dos tipos de Fideicomitentes que adquieren certificados de participación. Por un lado, los Fideicomitentes B buscan obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional pre-acordada, se trata de un perfil de demanda por consumo del bien vivienda. El Fideicomitente B accede a una unidad luego del pago de una (1) cuota suscripción y doscientos cuarenta (240) cuotas mensuales llamadas

⁴ . La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

Cuotas Espera o Cuotas Tenencia⁵, las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)⁶ o una paramétrica que también aproxima la evolución del costo de la construcción. 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 quién se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.

- Por otro lado, los llamados Fideicomitentes M2 integrarán dinero al fideicomiso adquiriendo Certificados de Participación que dan derecho a obtener una rentabilidad sobre una cantidad determinada de metros cuadrados de una Unidad de Referencia. El mínimo a invertir es el equivalente a medio metro cuadrado del costo de la unidad, ampliando la base de potenciales inversores con mínimos de inversión reducidos. Su retorno dependerá del resultado final de la enajenación de la unidad elegida, pudiendo, bajo algunas circunstancias, volverse propietarios de la unidad de referencia. Este tipo de Fideicomitente tiene un perfil inversor, buscando rentabilizar sus aportes.
- La Administración está a cargo de Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A, una compañía con amplia experiencia en este tipo de operaciones en el mercado local, contando con un antecedente directo en el Fideicomiso Campiglia & Pilay I. Es importante destacar que tanto la estructura jurídica como el modelo de negocios han funcionado correctamente, cumpliendo con los objetivos previstos y siendo calificados con grado inversor por parte de CARE. A su vez, el modelo de negocios ha sorteado con éxito el contexto de crisis sanitaria, manteniendo altos niveles de adhesión y morosidad reducida. También es de orden señalar que el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I ha dejado de comercializar contratos nuevos en 2020 en vistas de la creación de este nuevo Fideicomiso.
- El instrumento ofrecido por M2 Pilay Uruguay, incorpora, a diferencia de su antecedente directo, una porción sustancial de unidades de un ambiente. Esto extiende el público potencial del Fideicomiso, tanto en sus opciones Ladrillo cómo M2. Esto constituye una forma de acceso alternativa a una vivienda, siguiendo los antecedentes recogidos en experiencias anteriores.
- En 2022, se lanzó el Proyecto Pilay I (Proyecto Charrúa), firmando un contrato con la constructora Norte. Este proyecto consistió en la construcción de 69 monoambientes en el Centro de Montevideo. El costo del terreno ascendió a USD 650 mil.
- El Producto M2 ha ganado el Premio Nova de la ANII y el Premio Latinoamericano al Desarrollo Inmobiliario (LADI).
- Se completó la primera serie de Fideicomitentes (primer subgrupo en alcanzar 500 contratos) en marzo 2024. Esto genera la obligación por parte del Fideicomiso de adjudicar unidades de acuerdo al cronograma establecido.

⁵ . La obligación de abonar la Cuota Espera o Cuota Tenencia depende de la tenencia o no de una unidad habitacional por parte del individuo de acuerdo a las condiciones estipuladas en el contrato. Adicionalmente se puede optar por un paquete de mejoras de equipamiento para el inmueble que es abonado a través de un incremento marginal sobre las doscientas cuarenta (240) cuotas a pagar por el fideicomitente.

⁶ . Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

3. Hechos Salientes del período

- La obra del Proyecto Pilay I, primer proyecto del FF ya se encuentra finalizada. El informe PAPA⁷ de Auren daba cuenta de un avance global acumulado del 99,36% de los apartamentos al 31 de mayo de 2025 y un avance del 97,6% en el sector garajes.
- Sobre fines de octubre, el Administrador informó que:
 - o En el mes de julio 2025 recibieron la tenencia de las unidades del edificio Pilay Charrúa los Fideicomitentes B.
 - o Los Fideicomitentes M2 Simple que tenían metros en el el Edificio Pilay Charrúa recibieron el primer pago de su inversión y hay algunos inversores a los que se les pago la totalidad de la inversión
 - o Los Fideicomitentes M2 Renta con metros en el edificio Pilay Charrúa están recibiendo la renta en proporción a sus metros y al mes de octubre queda solo una unidad por alquilar que es el showroom.
- El ritmo de las adjudicaciones está por encima de los compromisos asumidos y viene siendo superior al FF Campiglia Pilay en sus inicios, lo que según el Administrador sería efecto del apalancamiento de los M2.
- A mayo de 2025, continúa el crecimiento de los Fideicomitentes y contratos.
 - o El número total de Fideicomitentes activos a mayo de 2025 era de aproximadamente 1.100 de los cuales aproximadamente el 66% son del producto ladrillo. Del total de Fideicomitentes activos hay aproximadamente 60 que son Fideicomitentes del producto ladrillo y también M2.
 - o El número total de contratos activos a mayo de 2025 era de unos 1.350 de los cuales el 62% era por Producto Ladrillo.
- Se mantienen niveles razonables de actividad y morosidad. Este último punto es relevante en tanto un Fideicomitente B debe estar al día con sus obligaciones para poder participar de la adjudicación de una vivienda.
- El Fideicomiso ha adjudicado hasta el 31 de mayo 2025 un total de 46 unidades, de las cuales 44 son del primer subgrupo⁸ y dos del segundo. Estas últimas corresponden a adjudicaciones adicionales, dado que ese subgrupo aún no está íntegramente constituido, por lo que no hay aún obligación de asignación.

4. Información analizada

- Informe de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 31/05/2025 (Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados - PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN al 30/06/2025 (Setiembre 2025)
- Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio 2025
- Estados contables intermedios de Pilay AFISA al 30 de junio 2025
- Calificaciones de Riesgo del FF CAMPIGLIA & PILAY I y actualizaciones
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay (julio 2025).
- Informe sectorial del mercado de vivienda - Ec. Mayid Sader y Ec. Serrana Calvete -setiembre 2025
- Calificación original y actualizaciones realizadas por CARE

⁷ . Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados.

⁸ . El subgrupo se constituye una vez que se logran los 500 contratos.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero M ² PILAY URUGUAY
Fiduciario:	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores - BEVSA
Títulos emitidos y a emitirse:	Certificados de participación.
Activos del Fideicomiso:	Son activos del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes M2; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados.
Moneda de los CP:	Pesos uruguayos.
Importe de la Emisión:	Certificados de Participación para los Fideicomitentes M2 por hasta \$33.365.455.200 y hasta \$ 35.494.124.714 reajustables los Certificados de Participación Fideicomitentes B.
Calificación de Riesgo	BBB (uy), Grado inversor mínimo (de los certificados de participación):

2. El análisis jurídico

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

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

tanto por el Banco Central del Uruguay como por el Tribunal de lo Contencioso Administrativo. En este sentido, no existen objeciones del punto de vista de la estructura jurídica elegida, tanto en sede administrativa (regulador) como en el ámbito jurisdiccional.

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

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

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

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

Por todo lo anterior, el informe jurídico concluye que:

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN.

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

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

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

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

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

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

Antecedentes

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

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

En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados al 31/12/2024 y su comparativo con periodos anteriores. Su situación patrimonial al término del periodo señalado no merece observaciones.

Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial

En miles de \$	30-jun.-25	31-dic.-24	31-dic.-23
Activo	117.114	99.326	89.042
Activo Corriente	71.945	57.196	51.262
Activo no Corriente	45.169	42.130	37.780
Pasivo	17.275	12.055	16.035
Pasivo Corriente	17.275	12.055	16.035
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	99.839	87.272	73.008
Total Pasivo y Patrimonio	117.114	99.326	89.042
Razón Corriente	4,16	4,74	3,20

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

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

Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados

En miles de \$	30-jun.-25	30-jun.-24	31-dic.-24
Ingresos de actividades	48.044	38.620	82.444
Resultado Bruto	48.044	38.620	82.444
Gastos de adm y ventas	(13.328)	(13.757)	(25.828)
Resultados diversos	(825)	(378)	(775)
Resultados de inv. y financ.	328	1.570	3.972
Res. Antes de impuestos	34.218	26.054	59.813
Impuesto a la renta	(8.651)	(6.786)	(15.499)
Resultado Neto	25.567	19.268	44.314

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

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

2. El Proyectista

Álvaro Héctor Piña es el profesional encargado de elaborar los anteproyectos y proyectos de las Obras a construirse y/o refaccionarse. Tal rol podrá desempeñarlo a título personal o a través del estudio Arquitecto Piña y/o en su caso la sociedad que pueda constituir el precitado arquitecto.

El Arquitecto Piña integra el Directorio de Tecnorel SA (forma parte del grupo Campiglia de reconocida trayectoria en el medio en el sector de la construcción), empresa signataria del Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I y responsable de la construcción de las unidades ofrecidas en dicha operación. Vale decir que está totalmente familiarizado con el sistema Pilay y acredita una amplia experiencia en el sector de la construcción de viviendas.

Fue, además, fideicomitente en el fideicomiso de referencia demostrando su compromiso con el mismo (al igual que en este caso como fideicomitente inicial). Es decir, sus antecedentes relevantes están totalmente asociados al desempeño, hasta ahora satisfactorio, del fideicomiso antecesor del que nos ocupa en esta oportunidad.

En conclusión, CARE no ha tenido conocimiento de nada que amerite cambiar dicha opinión por lo que no se advierten riesgos en el rol asignado al proyectista.

3. El Fideicomiso

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

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

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

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

Los CP's emitidos al 30/06/2025 (comprendiendo ambas modalidades B y M2) alcanzaron un valor nominal de \$ 659.6 millones (\$ 506.7 millones al 31/12/24).

Los reajustes a los CP's surgen como consecuencia de la diferencia entre el valor de las cuotas al momento de la emisión y el valor nominal del CP correspondiente de acuerdo al Contrato de Fideicomiso, Sección VI, cláusula 6.1. Al final del periodo informado el ajuste fue de \$ 59.8 millones.

En los cuadros siguientes se exponen el estado de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2025.

Cuadro 3: Pilay M2 - Estado de Situación del Fideicomiso

En miles de \$	30-jun.-25	31-dic.-24	31-dic.-23
Activo	430.747	329.788	150.353
Activo Corriente	93.704	79.654	46.837
Activo no Corriente	337.043	250.133	103.515
Pasivo	87.526	83.597	54.297
Pasivo Corriente	54.745	52.122	49.366
Pasivo no Corriente	32.781	31.475	4.931
Patrimonio	343.221	246.190	96.055
Total Pasivo y Patrimonio	430.747	329.788	150.353
Razón Corriente	1,71	1,53	0,95

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Cuadro 4: Pilay M2 - Estado de Resultados del Fideicomiso

En miles de \$	30-jun.-25	30-jun.-24	31-dic.-24
Ingresos operativos	1.119	515	1.817
Egresos operativos	(65.547)	(58.893)	(119.988)
Resultado Bruto	(64.427)	(58.378)	(118.171)
Otros resultados	7	188	199
Resultados financieros	(2.380)	(2.120)	(4.288)
Resultados antes IRAE	(66.800)	(60.310)	(122.260)
Impuesto a la renta	(39)	(37)	(75)
Resultado del periodo	(66.840)	(60.348)	(122.334)

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

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

En otra sección de este informe se analiza el estado de las obras; en el balance y bajo el rubro Inventario se registra al 30/06/2025 un valor de \$ 330 millones de los cuales \$ 28.3 millones corresponden al valor del terreno y \$ 301.7 millones al valor de la obra hasta esa fecha y referido al edificio en construcción Pilay M2 I- Charrúa. Surge de las notas a los EE CC que la obra estaba a esa fecha prácticamente culminada.

Riesgos considerados:

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

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

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

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

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

IV EL ACTIVO SUBYACENTE

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

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

Tal como se describió en la calificación original, el Producto Ladrillo (Fideicomitentes B) permite acceder a un apartamento luego del pago de una (1) cuota suscripción y doscientos cuarenta (240) cuotas mensuales llamadas Cuotas Espera o Cuotas Tenencia⁹, las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)¹⁰ o una paramétrica incluida en el prospecto que también reproduce la evolución del costo de la construcción. Las unidades serán otorgadas de acuerdo con un sistema de puntaje o de adelantos dinerarios realizados por cada uno de ellos, ambos mecanismos exhaustivamente descritos en el Prospecto de Emisión.

En marzo de 2024 quedó completamente integrado el primer subgrupo de 500 Fideicomitentes B, esto implica que el Fideicomiso tiene la obligación de adjudicar unidades de acuerdo al cronograma establecido, el cual se ha venido sobrecumpliendo dado las fechas y el nivel de adjudicaciones. A mayo de 2025 se adjudicaron un total de 46 unidades, siendo 44 para el primer subgrupo -el único ya conformado y sobre el cual hay obligación de asignar unidades- y 2 unidades para el segundo subgrupo. Estas últimas dos unidades corresponden a adjudicaciones adicionales; este segundo subgrupo aún no se encuentra íntegramente constituido por lo que aún no hay obligación de asignación.

Las obligaciones prorrateadas para la serie integrada implicaba que debían adjudicarse al menos 11 unidades, y se asignaron 44; por lo tanto esta obligación se ha sobrecumplido. Esto se juzga favorablemente para el cometido del FF, y es un elemento que se mantiene.

Por otra parte, el Producto M2 permite invertir en el Fideicomiso para obtener una rentabilidad que será variable dependiendo del destino de los inmuebles. Para ello, a través de Certificados de Participación, el inversor adquiere una determinada cantidad de metros cuadrados de una unidad de referencia para luego obtener una rentabilidad al momento de enajenación del inmueble. El mínimo de ingreso es el costo de medio metro cuadrado, lo que reduce las barreras de entrada y amplía el público que puede acceder a este tipo de producto. Adicionalmente, el Fideicomitente que adquiera este tipo de participación (Producto M2) cuenta con la opción de solicitar el inmueble para uso propio bajo determinadas condiciones, que se detallan en el Contrato del Fideicomiso. Desde la perspectiva del FF, la alternativa del Producto M2 permite ofrecer un vehículo de inversión al público y con este financiar las obras de los distintos inmuebles. Se trata de un producto innovador en el mercado uruguayo y que ha acelerado su curva de adhesión a partir de 2023.

⁹. La obligación de abonar la Cuota Espera o Cuota Tenencia depende de la tenencia o no de una unidad habitacional por parte del individuo de acuerdo a las condiciones estipuladas en el contrato. Adicionalmente se puede optar por un paquete de mejoras de equipamiento para el inmueble que es abonado a través de un incremento marginal en el costo de las doscientos cuarenta (240) cuotas a pagar por el fideicomitente.

¹⁰. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

Según información del Fideicomiso, auditada por Auren, existen aproximadamente 900 Fideicomitentes B, de los cuales aprox 83% se encuentran activos. La adhesión se mantiene firme, y como se recoge en informes anteriores, la Fiduciaria no comercializa nuevos contratos del Fideicomiso Campiglia & Pilay (antecedente directo del que aquí se califica, en especial para el Producto Ladrillo). En cuanto a los Fideicomitentes M2, estos han aumentado significativamente en el último año. Los niveles globales de actividad y morosidad se mantienen adecuados. En total el FF ha superado los mil Fideicomitentes, de los cuales una parte participa de los dos productos ofrecidos.

Como es habitual, AUREN ha auditado la información prospectiva sobre la marcha del fideicomiso que incluye ingresos y egresos por los productos y las obras, ventas y compromisos asumidos entre 2025 y 2051. A su juicio, las proyecciones no merecen objeciones y *los supuestos "proporcionan una base razonable para las proyecciones antes identificadas"*. Los principales supuestos sobre ventas de contratos y adjudicaciones no han tenido variaciones sustanciales. En este sentido, se estima colocar aproximadamente 30 contratos del Producto Ladrillo por mes, lo cual está en línea con el desempeño reciente. De estos, 70% corresponden a monoambientes. En cuanto a la construcción, se estima construir unas 260 unidades en los próximos cinco años, prorrateadas en distintos edificios y tipologías, siempre con el Monoambiente con mayor incidencia. A nivel de entregas, se estiman entregar 170 unidades hasta 2029. En este sentido el ritmo de construcción se ajusta a los ingresos provenientes de los distintos Fideicomitentes.

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

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

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

2. Demanda por consumo: comparación con crédito hipotecario

El Producto Ladrillo tiene como cometido el acceso a una vivienda a los Fideicomitentes B que adhieren al FF. Por lo tanto, a la hora de evaluar esto se debe analizar el cumplimiento de las entregas y analizar la demanda por parte de los fideicomitentes.

Para esto, por un lado, se estima el Valor Presente Neto de los pagos a realizarse por el suscriptor de acuerdo a las tipologías 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. Esta comparación permite evaluar coyunturalmente las opciones desde una óptica financiera, la cual puede estar influenciada por elementos temporales. En este sentido, el individuo hace entregas periódicas previamente establecidas con una tasa de interés implícita en el caso del FF M2 Pilay Uruguay o explícita para el préstamo bancario. Este ejercicio se ha realizado tanto al momento de la calificación original como en las posteriores actualizaciones.

El Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay implica que el fideicomitente pueda obtener la tenencia del inmueble en distintos momentos del tiempo. Sobre la opción del crédito hipotecario, cuanto menor es el plazo solicitado, mayor es el ingreso mínimo requerido lo cual excluye una porción muy relevante de los hogares y por tanto no se consideran plazos menores a 15 años. Además, se deben considerar que existen, de base, restricciones de acceso, relacionadas al ingreso mínimo (ver capítulo V para un abordaje sobre esto). Al comparar estos resultados desde esta óptica, el producto Ladrillo resulta menos favorable que solicitar un crédito bancario con un plazo de 15 años, y se equipara con un préstamo a 20 años¹¹. Esto denota una mejora para el producto Ladrillo en esta comparación. Es de notar que las tasas de interés se mantienen en niveles bajos y además el fortalecimiento del peso durante 2025 reduce el monto a financiar en pesos. En línea con lo anterior, es relevante señalar que el Producto Ladrillo continúa creciendo en línea con lo previsto, lo cual se mantiene respecto a actualizaciones anteriores.

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

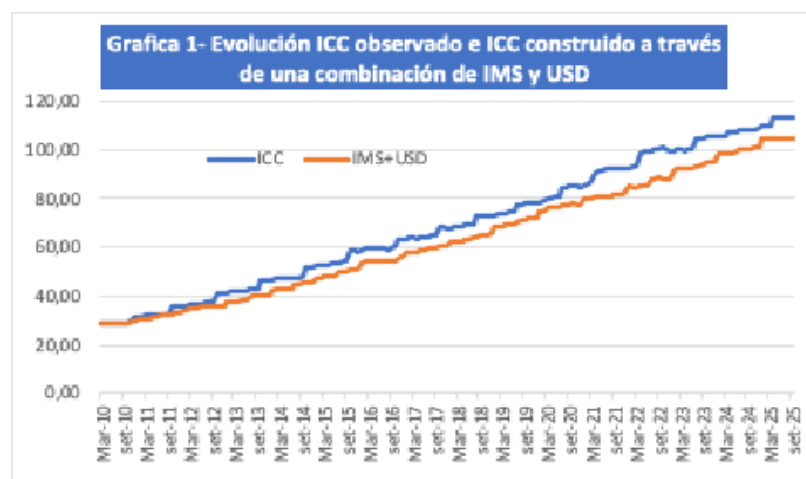
En suma, recogiendo el desempeño reciente del Producto Ladrillo, el nivel de adhesiones se mantiene estable en esta coyuntura, lo que resalta el interés del producto y su validación por parte del público objetivo en este FF.

¹¹. Lo cual pretende ser una comparación más equitativa con respecto al producto ofrecido por el Fideicomiso, en tanto amplía la población que podría llegar a acceder a un préstamo hipotecario. Igualmente, los requisitos de ingreso mínimo para un crédito a 20 años actualizados a octubre de 2025 se encuentran en \$83 mil, \$103 mil y \$128 mil, para la opción de un ambiente, un dormitorio y dos dormitorios, respectivamente.

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

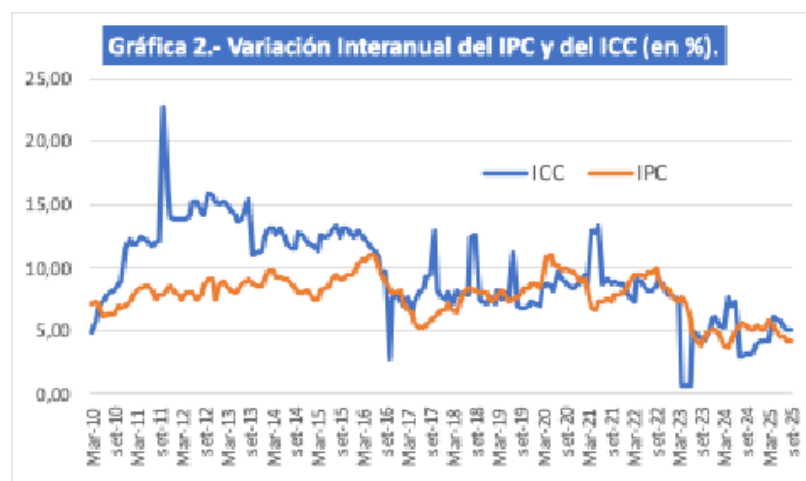
Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso como alternativa de inversión (Fideicomitente M2) se estima una Tasa Interna de Retorno para el producto ofrecido por el FF. En primer lugar, el retorno del inversor dependerá del método de enajenación de la unidad habitacional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

En la primera de estas alternativas el Fideicomitente M2 recibirá el monto invertido en la correspondiente unidad habitacional ajustado por la suma de la evolución del Índice de Costos de la Construcción. Bajo este método de enajenación, la rentabilidad anual en pesos del Fideicomitente M2 se ubicaría en torno 8,6% según la evolución del ICC que se supone en el largo plazo y es consistente con lo calculado en la sección anterior¹². Esto asume implícitamente que el ICC se modera consistente con la moderación del crecimiento de los salarios, y las menores tasas de inflación recientes. Esta rentabilidad anual está en línea con el desempeño histórico del ICC: en los 10 y 20 años a setiembre de 2025, el ICC creció anualmente 7,8% y 9,4% respectivamente. Cabe recordar que este producto no tiene como objetivo central la obtención de una rentabilidad financiera, sino también convertirse sin exigencias previas de garantías, en un instrumento para acceder eventualmente a una vivienda o a rentas inmobiliarias.



Fuente: CARE

¹². Las características contractuales del Producto M2 hacen que su rentabilidad deba ser evaluada en un horizonte temporal de tres años, en tanto los pagos se realizan posteriores a la finalización de la obra.



Fuente CARE

En la segunda alternativa de enajenación el Fideicomitente M2 original recibirá una rentabilidad que será sensible a las condiciones de venta que el FF pacte con el correspondiente tercero por la unidad habitacional de referencia¹³. Bajo el supuesto de que la venta de la unidad se produce al momento de finalizar la construcción del inmueble (a los tres años del inicio de obras), la Tasa Interna de Retorno Anual se ubicaría en el eje de 10% para las distintas opciones constructivas¹⁴. Este resultado asume una evolución de las variables macroeconómicas, que puede no cumplirse anualmente pero permite generar una comparación en base a resultados de largo plazo.

Estos valores podrían ser inferior aún Cabe destacar, que la comparación de rentabilidad en este caso cobra una menor

A modo de benchmark, los resultados anteriores podrían ser comparados con las curvas de rendimiento de Uruguay, aunque se trata de productos distintos en cuanto a alcance, riesgo y características. A noviembre de este año, la curva en UI (CUI) se ubica en 2,8% a 3 años; en tanto la curva Pesos (ITLUP) se ubica en 7,8%.

Riesgos considerados:

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

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

¹³. Estas condiciones están determinadas por dos factores cuya incidencia sobre el valor del inmueble es contrapuesta: la apreciación asociada a la evolución de largo plazo de los inmuebles en línea con el PIB tendencial de la economía y la depreciación asociada a la eventual dificultad para desprenderse del inmueble.

¹⁴. Debe notarse que todas las estimaciones realizadas en el apartado asumen que el Índice de Costo de la Construcción evoluciona en línea con una combinación de salarios y dólar. Para los salarios se asume una evolución similar al PIB tendencial (2,5%), 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%). Se trata de un supuesto de largo plazo, que podría diferir en el corto plazo. Análogamente, se supone que los inmuebles tienen una valorización anual en pesos constantes de 2,5%, en línea con la evolución de largo plazo del PIB tendencial. Se trata de un ejercicio de largo plazo.

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay, y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que inciden en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

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

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

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

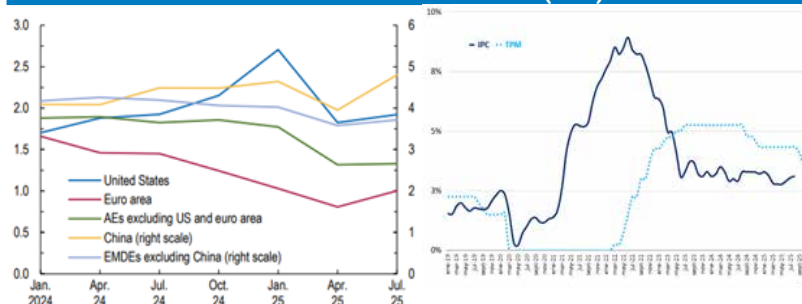
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial creció 3,3%, mientras que el crecimiento esperado para 2025-2026 se ubica en el eje de 3%, según las estimaciones del FMI. Esto implica una corrección a la baja de las expectativas de crecimiento respecto al principio del año, producto de un escenario global incierto y convulsionado asociado a los conflictos de Medio Oriente y Ucrania y la Guerra Comercial impulsada por Estados Unidos. Esto incrementó la incertidumbre comercial, con impacto en tarifas y el comercio de bienes a escala global. En este sentido, si bien la etapa más intensa de escalada tarifaria había quedado atrás, el impacto de este proceso aún no se ha terminado de internalizar tanto en precios como en crecimiento global.

En Estados Unidos, la economía mantiene un moderado dinamismo y el mercado laboral se ha deteriorado en los últimos meses, en tanto la inflación ha tenido una tendencia alcista. Esto tensiona las decisiones de política monetaria en tanto la FED retomó la baja de tasas en setiembre y se espera continúe en esta senda de forma gradual, durante 2025 y 2026. En este sentido, la FED parece priorizar el objetivo de impulsar la economía, que se ha ralentizado en lo que va de 2025. En perspectiva, se espera que este fenómeno de reducción de las tasas de interés se prolongue, a pesar de la elevada incertidumbre por los efectos de medio plazo de la guerra comercial del

primer semestre. En este sentido, el escenario global parece consolidarse con menores tasas de interés, lo que también quita sostén al dólar que se mantiene débil a nivel global. Si bien este escenario es más favorable, desde un punto de vista financiero, para economías emergentes, aún persisten serios riesgos sobre las tasas de interés, los impactos de la guerra comercial, la deuda global, entre otros; todo lo anterior que ha impulsado el valor de activos de refugio tales como el oro.

La principal novedad en el ámbito internacional de 2025 es, como se comentó más arriba, el proteccionismo comercial que se consolidó este año. En este sentido, desde enero el gobierno de Trump anunció sendos incrementos de tarifas y aranceles a distintos bienes y países. Esto ha tenido, al menos, tres objetivos: por un lado ser un elemento de negociación internacional para mejorar las condiciones de acceso a los mercados internacionales, en segundo lugar como mecanismo de presión e incidencia política en entornos locales (ej Brasil) y, por último, como forma de proteger a la economía de Estados Unidos en algunos sectores de actividad. En respuesta, varios países han reaccionado incrementando sus tarifas a bienes o actividades de Estados Unidos, otros han negociado acuerdos como la UE, UK y varios países asiáticos. El resultado de esto es un incremento de la incertidumbre global, con impacto en la inversión y el crecimiento, que podrían ser asimétricos y de magnitud difícil de prever. De hecho, a pesar de que las mediciones de aranceles promedio se han reducido en los últimos meses, los indicadores de incertidumbre se mantienen elevados. En última instancia, al consolidarse un escenario más proteccionista los países tienden a cerrarse, los flujos comerciales se reducen y, por tanto, la demanda externa y el crecimiento podrían enfriarse.

Gráficos 3 y 4 – Evolución de Proyecciones del PIB 2025 y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



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

Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de *risk off* como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en lo que va del año. Esto implicó que, luego de la corrección de precios relativos de 2024, el dólar se depreció más de 9% a setiembre 2025. Este fenómeno de debilidad del dólar es global, producto de lo comentado previamente, y tiene impactos relevantes a nivel doméstico. En este sentido, lo anterior reduce los márgenes de las actividades exportadoras y aquellas que anclan sus precios a moneda extranjera, con costos de producción en pesos. Este es el caso del sector inmobiliario. A nivel macroeconómico, el escenario de debilidad del dólar impulsa el consumo, en especial de bienes durables como los inmuebles o los automóviles, y reduce las presiones inflacionarias sobre los componentes transables, moderando la inflación que se ubica en

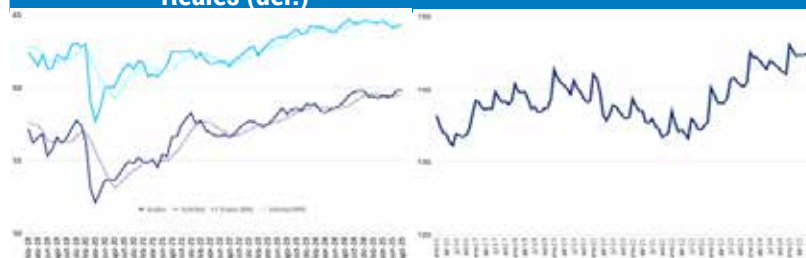
4,3% a setiembre. Esto confirma la reducción de las presiones inflacionarias, y permite que el COPOM continúe reduciendo la tasas de interés de referencia, expandiendo la política monetaria en el margen¹⁵. Si bien se espera que la tasa de referencia continúe reduciéndose en los próximos meses, existen algunos riesgos que podrían moderar este fenómeno vinculado al resultado de las negociaciones salariales durante el último trimestre del año y la rigidez de las expectativas de los empresarios, que aún se ubican por encima de la meta prevista por la autoridad monetaria.

De lo anterior se desprende un escenario algo más favorable para la demanda por inmuebles, al menos en relación a los precios relativos y las tasas de interés, aunque como es habitual esto tiene efectos asimétricos en la producción de vivienda. En cuanto al desempeño de la actividad económica, se espera que el PIB crezca 2,4% en 2025 y converge a 2% durante 2026-27, reflejando un crecimiento moderado en ausencia de shocks positivos sobre la inversión o el sector externo.

Gráficos 5 y 6 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)



Gráficos 7 y 8– Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)



Fuente: INE

2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.1. Breve contexto

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros, de acuerdo a Uruguay XXI. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales sectoriales.

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

2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con efectos reales significativos sobre la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector evidenció un impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

Antes de ingresar en el análisis de los fundamentos del mercado inmobiliario, es importante analizar algunas tendencias del sector, resumidas en indicadores relevantes que hacen a sus perspectivas y posicionamiento en cuanto al ciclo económico. En el marco de crecimiento de la economía y del mercado laboral que fue comentado en la primera sección de este capítulo, el sector de la construcción, y en particular los trabajadores cotizantes a la seguridad social también han tenido un crecimiento relevante en los últimos años. Si bien, parte de esto se debe a grandes obras de infraestructura; una vez disipados estos efectos se aprecia que los cotizantes al sector de construcción se mantienen en niveles muy altos, por encima de 70.000 empleos y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de la construcción han tenido un incremento significativo desde 2022, pero en particular en 2024 estos superaron 966 mil metros cuadrados, el mayor registro desde principios de 1980. Para 2025, proyectan un incremento de 5% respecto al año anterior, lo que reafirma el dinamismo del sector. El incremento de los permisos otorgados por la IMM es un indicador adelantado del sector, en este caso positivo, dado que cuando se ingresa un permiso, el desarrollador ya tiene asegurado el suelo, e invirtió en el diseño del proyecto arquitectónico.

Gráfico 9 – Puestos cotizantes a la Seguridad Social en la Construcción



Fuente: BPS

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

i. Oferta de vivienda

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

El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reparaciones y mejoras constructivas. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc. Esto determina que las condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar sus particularidades a la hora de evaluar el desempeño y perspectivas de los proyectos inmobiliarios.

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

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes de 2020-2022 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos, en especial generando mayores beneficios y quitando los topes de precio de venta. ***Esto último re-impulsó la construcción de vivienda promovida.***

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

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. ***En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde el año 2021, con aproximadamente 180 proyectos nuevos por año hasta 2023. Con información al cierre de 2024 se habrían promovido más de 200 proyectos durante el año pasado, aumentando respecto a años previos lo que constituye una señal de dinamismo para el sector de la vivienda.*** Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera

de Montevideo. También es importante resaltar que el aumento de la oferta de vivienda habría actuado en favor de la baja de los alquileres en términos tendenciales en los últimos años.

ii. Demanda por consumo e inversión

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

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

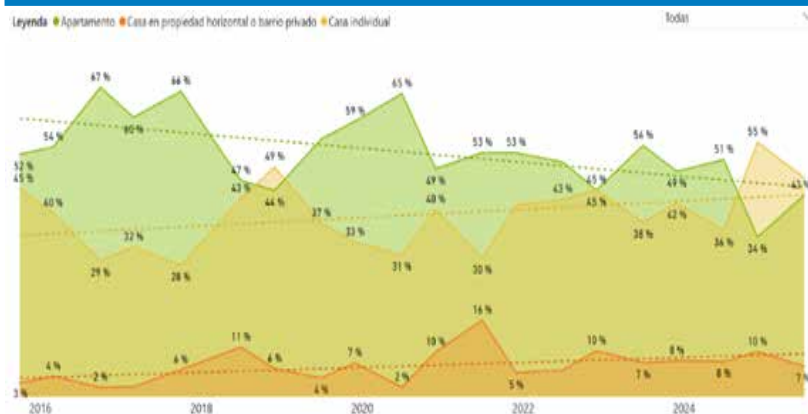
ii.i.i. Factores Sociales

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto es producto de la baja natalidad que se viene evidenciando desde los 2000s, con una baja marcada en los hijos por mujer que se ubican en 1,7 según el último Censo. A esto se le suma el incremento de las defunciones post 2020, producto de las derivadas del COVID, lo que implicó que entre 2021 y 2023 la población uruguaya decreciera. Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas vinculadas a la cantidad de personas no presionarán al alza sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable.

Por otro lado, otras dinámicas de carácter sociales vinculadas a las preferencias de los uruguayos y las decisiones del hogar han permitido compensar el bajo crecimiento demográfico y presionan el mercado de viviendas desde el lado de la demanda. Estos son: **i)** el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y; **v)** la inseguridad. Todos estos elementos han impactado directamente en el mercado de la vivienda. A modo de ejemplo, el último Censo indica que el tamaño medio del hogar se ubica en 2,5 personas y continúa la tendencia decreciente desde que se registra esta información. De hecho, en los registros anteriores (2011), la cantidad de personas por hogar se ubicaba en 2,8 personas. Del mismo modo, aproximadamente 29% del total de hogares son ocupados por una sola persona, mientras que 29,4% son ocupados por dos personas. Esta evolución refleja cambios en las dinámicas familiares y sociales, incluyendo la preferencia por hogares más pequeños. **Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas.**

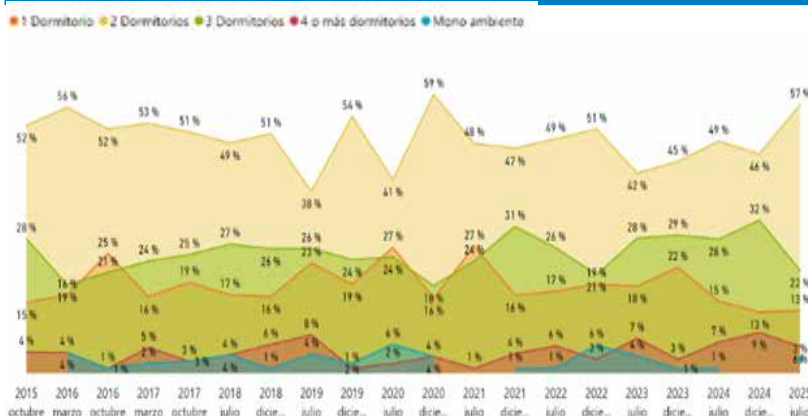
Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 20 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 80% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. Es de notar que en esta última edición se aprecia un aumento de preferencias por viviendas de dos dormitorios, en detrimento de viviendas con más capacidad. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 15% de la muestra. Sin embargo, otras fuentes complementarias vinculadas a la demanda efectiva en portales (como Mercado Libre e Infocasas) señalan la importancia de las tipologías de un ambiente y un dormitorio en la demanda inmobiliaria reciente.

Gráfico 10 - Tipo de vivienda buscada por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



Fuente: Research Uruguay

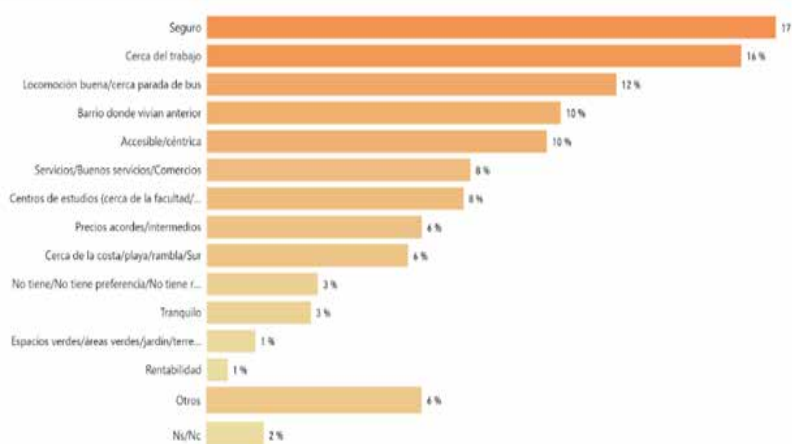
Gráfico 11 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



Fuente: Research Uruguay

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

Gráfico 12 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

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

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

ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue

comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares han venido incrementándose, lo que sumado a la apreciación real del peso favorecieron la compra de bienes durables. Este fenómeno, si bien tuvo un impasse sobre el final de 2024, volvió a producirse en 2025 producto de la debilidad global del dolar como se comentó en la primera sección de este capítulo.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. Del mismo modo, las condiciones financieras favorables y las campañas impulsadas por algunas instituciones financieras, que buscan incrementar su share en el mercado de operaciones hipotecarias, implicaron una reducción en el costo de los créditos hipotecarios, lo que a su vez impulsó la demanda por estos instrumentos. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a agosto de 2025 creció casi 4% en términos interanuales, mientras que el capital operado creció más de 5%. Esto implica que se producen más de 5000 operaciones de nuevos créditos por año. De todas formas, es de notar que se aprecia cierto enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las operaciones. Las tasas de interés promedio en UI se mantienen estables en 4,8%



Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. De hecho, esto podría estar detrás del enlentecimiento reciente de las operaciones. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se han reducido. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, 23% de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

Gráfico 15 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sader & Calvete (marzo 2025).

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

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comenzó a revertirse en 2024, con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos, fenómenos que se profundizará en el segundo semestre de 2025 y 2026. En este sentido es posible que la gradualidad esperada previamente, no sea tal y el recorte sea más agresivo en tanto existen presiones sobre la Fed para priorizar la actividad económica entre sus objetivos. Esto configura un escenario algo más favorable, para la inversión inmobiliaria en tanto el balance de riesgos/retorno se modificó en el margen. Del mismo modo, a nivel local la tasa de interés de política monetaria también entró en una fase de recorte producto de la reducción de las presiones inflacionarias y la debilidad del dólar. Esto también actuaría en favor de la inversión inmobiliaria, al actuar sobre el canal de tasas de interés y sobre la demanda agregada.

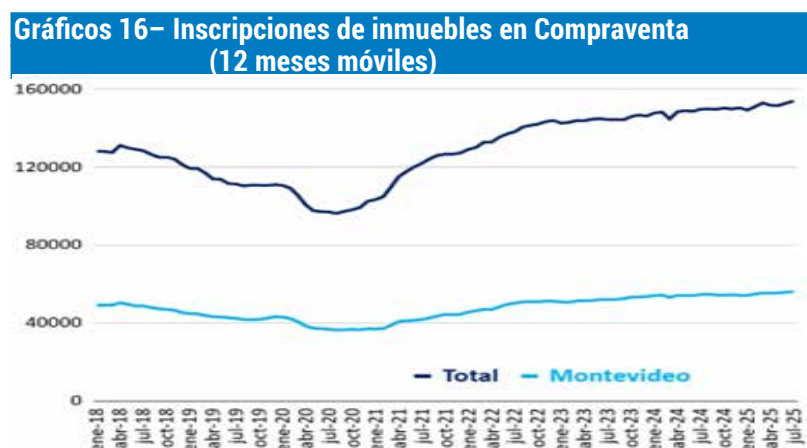
La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia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

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

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

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido 2,6% en Montevideo y 2,8% para el total del país en el año cerrado a julio 2025. Esto implica una mejora respecto a los valores de cierre del año pasado



Fuente: INE en base a DNR y MEF

En cuanto a la recaudación del ITP, esta creció 5,5% en pesos en el año cerrado a julio 2025, lo que deja un leve crecimiento de 0,3% en términos reales, mejorando marginalmente respecto a los resultados de cierre del año 2024. Sin embargo deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro, los inmuebles bajo la Ley de Vivienda Promovida están exentos de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación del ITP.

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

iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE para el primer semestre de 2025 muestra un leve aumento de los precios promedio en dólares en Montevideo y estabilidad en el resto del país, respecto al mismo período del año anterior. Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso.

Gráfico 17 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares



Fuente: INE en base a DNR

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

**Gráfico 18 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler
(Pesos Constantes, Montevideo)**



Fuente: INE en base a DNR

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, no es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido es la vuelta a la apreciación real del peso, luego del impasse del segundo semestre de 2024. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes. No obstante, algunos indicadores señalan un enlentecimiento de la demanda.

3. Las políticas públicas

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

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. En el período de gobierno anterior 2020-2025, se realizaron ciertas modificaciones que dinamizaron estos proyectos, en particular con la eliminación del tope de precios, entre otros. En este período, el Presupuesto remitido al Parlamento introduciría algunas nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial (restringiendo zonas de alto valor comercial) y acercando la vivienda promovida a otros programas de acceso a la vivienda.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Este régimen fue prorrogado en 2025 por un año más, requiriendo renovaciones anuales.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto se prevé que el foco de las políticas de vivienda se oriente a segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. En este sentido, la política de vivienda¹⁶ tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional para los más de 60 mil hogares identificados con “al menos una carencia crítica de vivienda” (hacinamiento, falta de agua potable, deficiencias estructurales, etc). El plan se estructura en cinco lineamientos estratégicos para guiar la inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda (SPV: MVOT, ANV, BHU, MEVIR). Estos son: **i)** emergencia habitacional y vulnerabilidad; **ii)** acceso a la vivienda adecuada; **iii)** integración social y territorial; **iv)** acceso al suelo urbano; y **v)** fortalecimiento del SPV.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras¹⁷.

A nivel institucional, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular. Por otro lado, las autoridades del Gobierno entrante han planteado la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. Si bien hace unos meses se prorrogan los beneficios a los proyectos de Gran Dimensión Económica, también se introdujeron cambios sobre la institucionalidad del sistema de vivienda promovida, acercándolo parcialmente a otros programas como Entre Todos, y generando mayor interacción con la COMAP para aquellos proyectos que no se orientan a los lineamientos del MVOT pero que tienen como objetivo generar empleo. Estos elementos podrían implicar cambios para los desarrollos inmobiliarios, tanto en la definición de proyectos como de zonas geográficas. Del lado de la demanda, se prevé incentivar el crédito hipotecario mediante la ampliación del Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios y de la Contribución Económica no revisable que opera reduciendo la cuota de los créditos hipotecarios a hogares que cumplen con determinados requisitos.

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario se mantiene sólido, producto de un entorno económico favorable en términos de empleo, ingreso de los hogares y acceso al crédito. Las menores tasas de interés globales y la debilidad del dólar producto asociada a la incertidumbre global, podrían ser un impulso adicional. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

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

¹⁶. Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029

¹⁷. La intendencia presentó el programa “Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas”, que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)¹⁸ de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

¹⁸. **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.**