

**Actualización de Calificación
de Riesgo de Certificados de
Participación en el Dominio
Fiduciario del Fideicomiso
Financiero Campiglia
& Pilay I**

Montevideo, abril de 2016

4	Resumen General
5	i. Introducción
8	ii. El fideicomiso y los certificados de participación
10	iii. La administración. El fiduciario y el constructor
19	iv. El activo subyacente
22	v. El entorno
26	vi. Calificación de Riesgo
<hr/>	
Anexo I. Informe de contingencias jurídicas	

Calificación Oferta Pública Certificados de Participación. 22-4-2016

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campiglia&Pilay I.
Fiduciario:	Pilay Uruguay AFISA.
Constructor:	Campiglia Construcciones representada por Tecnorel SA.
Activos del Fideicomiso:	Aportes realizados por los Fideicomitentes A, los aportes realizados por los Fideicomitentes B, los inmuebles adquiridos, construcciones y todo otro activo adquirido por o producido por el FF.
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BB + (uy) Grado especulativo medio.
Análisis jurídico de la calificación:	Olivera Asociados
Comité de Calificación:	Julio Preve-Martin Durán-MayidSader - care@care.com.uy
Manual:	Calificación de Finanzas Estructuradas administradas por Terceros.

Resumen general

CARE calificó los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Campiglia y Pilay I" con la categoría BB + (uy) lo que supone una ligera mejoría.

El tiempo transcurrido hasta esta 5ª calificación permite advertir que aunque no se han subsanado algunas dificultades de naturaleza jurídica, han mejorado en cambio otros aspectos del negocio global que lo ameritan, tal como se recoge en el cuerpo del informe.

Esta calificación analiza el riesgo de los beneficiarios de lograr satisfacer, con los recursos del fideicomiso, su derecho a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos¹. 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.

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

- Vuelve a señalarse que se trata de una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico, si bien ofrece las garantías necesarias, ha sido objetada en procedimientos pendientes de solución definitiva, tal como se apreció en el informe elaborado por el estudio Olivera Abogados que se adjuntó a la calificación y en la presente actualización.
- En tanto se dilucidan aquellos procedimientos, la calificación se realiza teniendo presente que el BCU a través de diversos pronunciamientos, pero en especial en Resolución de Directorio de fecha 14 de marzo de 2012, ratificó la autorización a Pilay Uruguay AFISA a funcionar como administradora de Fondos de Inversión, así como la inscripción en el Registro del Mercado de Valores a los Títulos de Deuda escriturales y los Certificados de Participación emitidos bajo el Fideicomiso Financiero Campiglia y Pilay I.
- Un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr el propósito del mismo, esto es obtener para los inversores la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos. Las adjudicaciones por encima de lo comprometido favorecen esta opinión. Esto ya se afirmaba en anteriores actualizaciones, no modificándose la opinión del Comité de Calificación.
- El proyecto posee una orientación clara desde el principio de su gestión hacia un determinado segmento del mercado. Esta orientación hacia el target definido en el contrato y el prospecto, es coincidente con el identificado como el de mayores oportunidades de negocio en el estudio sectorial elaborado por CARE oportunamente, y así se recoge en el plan de negocios. Esto sigue siendo así.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, los indicios siguen siendo claros en cuanto a la consolidación de estímulos no distorsivos a la competencia, tanto a la oferta como a la demanda en ese segmento socioeconómico.

1. Esta actualización debe analizarse en conjunto con la calificación de mayo de 2012 y sus actualizaciones, en www.care.com.uy

i. Introducción

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado por el Cr. Martín Durán Martínez, por el Ec. Mayid Sader Neffa y por el Ing. Julio Preve².

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

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

1. Antecedentes generales

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

- Los llamados fideicomitentes A integraron dinero al fideicomiso adquiriendo los Títulos de Deuda.
- Los llamados fideicomitentes B son quienes integran cuotas al fideicomiso adquiriendo certificados de participación. Entre estos se distinguen cuatro tipos: el Fideicomitente B que integra cuotas al fideicomiso y adquiere los certificados de participación; el fideicomitente B beneficiado, que es el que ha resultado ganador en los actos de asignación de unidades y aun no tiene la tenencia del bien; fideicomitente B simple tenedor, que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido; y el fideicomitente B adjudicado a quien se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.
- Administración a cargo de Pilay Uruguay AFISA, una compañía con habilidad en este tipo de operaciones demostrada en Argentina, con participación en la operación constructiva de una empresa de reconocida trayectoria en el país.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, que supera los análisis jurídicos, ya que ha logrado la conformidad de todas las partes involucradas para que el fideicomiso exista válidamente y administre el patrimonio de afectación de acuerdo con el alcance dado en el contrato respectivo, y pueda ofrecer públicamente los valores que emite. No obstante circunstancialmente enfrenta la dificultad de acciones de nulidad pendientes de resolución definitiva.
- Construcción de hasta 5000 viviendas.
- La entrega de una propiedad de las características detalladas, en los plazos detallados.
- Una estimación de rentabilidades para el inversor, en base al comportamiento histórico de las principales variables que aunque no constituye el objeto del fideicomiso, de todas formas resulta aceptable aún en las metodologías e hipótesis manejadas.

2. Hechos Salientes

- Se han construido 84 unidades de vivienda
- Al 31 de diciembre de 2015, se han celebrado 1890 contratos, de los cuales 1.444 se encuentran activos.
- Se compró un terreno cuyo destino es la construcción de los edificios Campiglia Pilay III, IV y V.
- En estos proyectos, se estima construir 20.000 metros cuadrados, con 255 apartamentos y 130 cocheras aproximadamente.
- A la fecha de confección de esta actualización, el Fideicomiso ha cancelado la deuda contraída con los fideicomitentes A. La misma ascendía a US\$ 1.200.000.

2. Información analizada

- Informe de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 31/5/2015 y 30/11/2015 (Informe de procedimientos de auditoría previamente acordados- PAPA).

- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/15 auditados por AUREN.
- Estados contables del Fideicomiso auditados por AUREN al 31/12/15.
- Proyecciones financieras realizadas por el fiduciario
- Informe sobre proyección financiera prospectiva realizado por AUREN
- Nuevo informe jurídico (Anexo I).
- Certificado de avance de obra del 100% de las unidades ETower con fecha 1 de setiembre de 2015 del Arquitecto Marcelo Amado.
- Modelo Financiero auditado al 31 de diciembre de 2015.

ii. El fideicomiso y los Certificados de Participación

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campiglia y Pilay I.
Fiduciario:	Pilay Uruguay AFISA.
Constructor:	Campiglia Construcciones representado por Tecnorel SA.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Títulos emitidos y a emitirse:	Títulos de deuda y Certificados de participación.
Activos del Fideicomiso:	Son activos del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes A; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados.
Moneda de los CP:	Pesos uruguayos.
Importe de la Emisión:	Hasta U\$S 1.200.000 los Títulos de Deuda y hasta \$ 10.757.864.152 reajustables los Certificados de Participación.
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo.
Calificación de Riesgo de los certificados de participación):	BB + (uy), Grado especulativo medio ³ .

2. El análisis jurídico

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

1. El Fideicomiso Financiero cuenta a la fecha con la aprobación del BCU y la conclusión afirmativa del MEF, respecto a que tal modalidad no constituye un grupo de ahorro previo sujeto a la normativa de intermediación financiera.
2. La estructura jurídica cuenta con el respaldo técnico del BCU, quien instruyó a Pilay AFISA a transformar el fideicomiso original en un Fideicomiso Financiero, y por tanto el BCU ha ejercido sobre el mismo y sus operadores, los poderes de supervisión y control que tiene sobre todo emisor de valores en régimen de oferta pública.

3. Se asigna el signo de (+) cuando la calificación se acerca más a la categoría superior.

3. El Fideicomiso Financiero ha logrado la conformidad de todas las partes involucradas para que el mismo exista válidamente y administre el patrimonio de afectación de acuerdo con el alcance dado en el contrato de fideicomiso, y pueda ofrecer públicamente los valores que emite.
4. Sin embargo, a la fecha se encuentran iniciados varias acciones de nulidad contra las resoluciones adoptadas por el BCU y el propio MEF relacionadas con el proceso de inscripción del Fideicomiso Financiero y Pilay AFISA en el registro de valores del BCU, lo cual impide afirmar que la referida estructura se encuentra a resguardo de eventuales contingencias jurídicas. Tales incertidumbres podrán ser disipadas una vez que se culminen los procesos jurisdiccionales iniciados ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo.

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

De los mencionados informes se desprende que no existían motivos para variar la opinión original.

A continuación se extrae del último informe lo siguiente:

“...En función del estado de los procesos y dado los importantes y respetables argumentos y defensas jurídicas que las partes involucradas han vertido en los mismos, que aún se encuentran pendiente de resolución por parte de los órganos jurisdiccionales, entendemos que no existen elementos para modificar la opinión y conclusiones vertidas en nuestro informe inicial del pasado 22 de mayo de 2012...”

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. Pese a que la construcción jurídica reúne las condiciones necesarias, los juicios en trámite no permiten descartar por completo la eventualidad de sentencias desfavorables al fideicomiso. Visto los informes antes mencionados se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera moderado. Riesgo medio.

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

iii. La administración. El fiduciario y el constructor

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

1. Pilay Uruguay AFISA. Administradora de Fondos de Inversión

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

Integran el Directorio de Pilay AFISA:

- Luis Trento, Presidente
- Javier Vigo Leguizamón, Vicepresidente
- María Añón, Director
- María de los Ángeles Dichino Trento, Director
- Mario Vigo Leguizamón, Director

En nuestro país, además, y por disposición del BCU, el sistema tomó la forma de Fideicomiso Financiero por lo cual en su calidad de administradora de este Fideicomiso cuenta como su principal ingreso los honorarios pactados en el contrato respectivo. En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados para los tres últimos ejercicios, los que cuentan con el correspondiente informe de auditoría independiente.

Cuadro 1. Fiduciaria Pilay Uruguay AFISA. Estado de Situación Patrimonial

<i>En miles de \$</i>	<i>31-dic-15</i>	<i>31-dic-14</i>	<i>31-dic-13</i>
Activo	21.293	16.627	11.175
Activo Corriente	8.330	5.682	2.366
Activo no Corriente	12.963	10.944	8.808
Pasivo	3.442	2.309	1.903
Pasivo Corriente	2.775	2.309	1.903
Pasivo no Corriente	667		
Patrimonio	17.851	14.317	9.272
Total Pasivo y Patrimonio	21.293	16.626	11.175
Razón Corriente	3,00	2,46	1,24

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Cuadro 2: Fiduciaria Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados

En miles de \$	31-dic-15	31-dic-14	31-dic-13
Ingresos de actividades	9.061	7.885	2.887
Resultado Bruto	9.061	7.885	2.887
Gastos de adm y ventas	(1.601)	(1.281)	(1.154)
Resultados diversos	(875)	(729)	(708)
Resultados Operativos	6.585	5.875	1.025
Resultados financieros	1.043	749	656
Impuesto a la renta	(2.011)	(1.579)	(335)
Resultado Neto	5.617	5.045	1.347

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA.

Como se puede apreciar en los cuadros anteriores, el patrimonio de la sociedad está conformado básicamente por el capital integrado por los accionistas y los resultados acumulados como consecuencia de sus ingresos por honorarios de administración. Se desprende que Pilay Afisa mantiene una sólida posición destacándose su alta liquidez expresada a través de la Razón Corriente (Activo Corriente/Pasivo Corriente) y su situación patrimonial, siempre creciente en la serie de ejercicios analizada. Esto demuestra, además, el alto compromiso de sus directores con el proyecto ya que se infiere que el incremento patrimonial se debe fundamentalmente a la acumulación de resultados que no se distribuyen. Por otra parte se informa que el Directorio de la empresa no ha recibido remuneración alguna en el período culminado el 31 de diciembre de 2015 ni mantiene saldos de ningún tipo con la firma.

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

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

En este sentido, se dio cumplimiento a tal exigencia con el denominado "Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados (PAPA)" elaborado por la firma de auditoría independiente AUREN. Para esta actualización, se contó con los Informes al 31 de mayo y 30 de noviembre de 2015.

2. La empresa constructora

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

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

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

3. Información sobre el Fideicomiso

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

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

Son activos subyacentes del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes A; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados. En lo que refiere a los Fideicomitentes A, contra su aporte se emitieron Títulos de Deuda Serie 1 por U\$S 1.200.000 los que serían amortizados en 4 años, previo cumplimiento de los compromisos constructivos, con un interés de 5% anual, al 31 de diciembre de 2015, ya se han realizado las cuatro amortizaciones previstas, en consecuencia dichos títulos fueron íntegramente cancelados.

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

Cuadro 3: Certificados de Participación Monto a emitir

<i>Clase</i>	<i>En pesos</i>
Certificados de participación S1B1CS	11.812.500
Certificados de participación S1B1CE	1.246.734.120
Certificados de participación S1B1CT	2.774.217.600
Certificados de participación S1B1CA	346.500.000
Certificados de participación S1B2CS	11.812.500
Certificados de participación S1B2CE	1.679.624.100
Certificados de participación S1B2CT	3.812.862.732
Certificados de participación S1B2CA	472.500.000
Certificados de participación S1BCMC	401.800.000

Fuente: CampigliaPilay.

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

Dicha nomenclatura responde a:

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

Al momento de realizar esta actualización se han tenido en cuenta los EE.CC. del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2015 con informe de auditoría de la firma de auditores independientes AUREN.

En el cuadro siguiente se exponen en forma resumida los principales rubros de los mencionados EE.CC para los cuatro últimos ejercicios:

Cuadro 4: Estados de Situación. Patrimonial del fideicomiso

En miles de \$	31-dic-15	31-dic-14	31-dic-13	31-dic-12
Activo	373.833	250.098	154.508	100.663
Disponibilidades	12.917	18.177	7.734	1.999
Otros Creditos	19.366	165.288	81.069	25.488
Total Activo Corriente	32.283	183.466	88.804	27.487
Activo no Corriente	341.550	66.632	65.704	73.176
Inventarios	328.052	52.041	52.041	51.870
Cuentas a cobrar	12.608	13.710	12.768	20.138
Propiedades y equipos	890	881	895	1.168
Pasivo	94.315	57.963	34.137	30.198
Pasivo Corriente	68.895	56.654	20.786	9.503
Pasivo no Corriente	25.420	1.309	13.351	20.695
Patrimonio	279.518	192.135	120.371	70.465
Certificados de Participacion	442.609	344.462	258.129	173.024
Ajustes al patrimonio	155.884	80.117	31.162	3.244
Resultados del Ejercicio y Acum.	(318.975)	(232.445)	(168.920)	(105.803)
Total Pasivo y Patrimonio	373.833	250.098	154.508	100.663

Fuente: CARE en base EE.CC Fideicomiso Campiglia Pilay.

Cuadro 5: Estados de Resultados del fideicomiso

En miles de \$	31-12-15	31-12-14	31-12-13	31-dic-12
Ingresos operativos	1.505	2.080	839	706
Egresos operativos	(76.515)	(61.382)	(52.623)	(50.964)
Otros ing/egr	128	1	66	128
Resultados financieros	(10.325)	(4.516)	(4.107)	(3.210)
Impuesto a la renta	(1.324)	293	(7.460)	2.569
Resultado neto	(86.531)	(63.524)	(63.285)	(50.771)

Fuente: EE.CC fideicomiso.

Si bien el Sistema Pilay contempla fundamentalmente la adquisición de terrenos para luego construir edificios sobre los mismos, también prevé la posibilidad de adquirir edificios o partes de edificios en construcción.

Es lo que ocurrió con las 20 unidades adquiridas, adjudicadas y ya entregadas correspondientes al edificio denominado Torreseis tal cual fuera informado en informes anteriores.

Otro tanto ocurrió con el acuerdo de inversión firmado entre el Fideicomiso y Dafewor SA para la cofinanciación del edificio E-Tower en Malvín, ahora denominado CampigliaPilay II, por el cual, el Fideicomiso financió la construcción de 64 unidades. Dicha obra culminó el 28 de agosto de 2015 según se desprende del informe PAPA al 31/12/15. Los aportes realizados para esta obra totalizaron \$ 186.480.697 a lo que se le agregó \$ 15.344.184 destinados a cocheras y \$ 903.231 destinado a muebles varios. Por concepto de terrenos se aportaron U\$S 856.942.

Por otro lado se informa de la adquisición de un terreno en Malvín por U\$S 1.9 millones con destino a la construcción de los edificios CampigliaPilay III, IV y V. Se estima construir 20.000 m2, aproximadamente 260 apartamentos y 130 cocheras. Para cancelar esta inversión se hizo una entrega inicial de U\$S 700

mil y el saldo se acordó pagarlo en 10 cuotas iguales y consecutivas de U\$S 120 mil. Al 31/12/15 quedaban pendientes de pago, 9 cuotas.

En el Cuadro 6 se exponen los CP's emitidos a diciembre de 2015 en valores nominales, su relación con el total a emitir previsto y su comparación con lo emitido a diciembre de 2014, según las diferentes clases.

Cuadro 6. FF Campiglia Pilay Emisión de CP's

Al 31/12/15 en miles de \$ a valor nominal

Clase	Previsto	Dic. 2015	Dic. 2014	% emitido	Incremento
S1B1CS	11.813	5.122	4.574	43,36%	11,98%
S1B1CE	1.246.734	130.551	99.203	10,47%	31,60%
S1B1CT	2.774.218	26.138	20.940	0,94%	24,82%
S1B1CA	346.500	19.411	14.667	5,60%	32,34%
S1B2CS	11.813	3.600	3.341	30,47%	7,75%
S1B2CE	1.679.624	152.783	121.948	9,10%	25,29%
S1B2CT	3.812.863	54.856	44.908	1,44%	22,15%
S1B2CA	472.500	24.097	18.744	5,10%	28,56%
S1BCMC	401.800	26.051	16.138	6,48%	61,43%
Totales	10.757.864	442.609	344.463	4,11%	28,49%

Fuente: CARE en base a EE.CC del fideicomiso.

Los CP's que cuentan con un 43,36 % y 30,47 % de emisión, representan la cuota suscripción para los dos tipos de vivienda que se abona una sola vez, mientras que los restantes responden a la clase de las cuotas espera, tenencia o mejoras. Esto es consistente con las etapas iniciales del fideicomiso.

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

En cuanto a los Fideicomitentes A, ya se informó que al haberse cumplido los compromisos constructivos previstos, en diciembre de 2015 se amortizó la cuarta y última cuota (50%) en consecuencia, se canceló la totalidad del título emitido por U\$S 1.200.000 para financiar la primera etapa del fideicomiso.

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

En cuanto a los resultados corresponde decir que es requisito previo para el logro del objetivo final incurrir en gastos tales como promoción, constitución y administración del fideicomiso, gastos todos contemplados en los aportes de los fideicomitentes B. El fideicomiso optó por exponer las erogaciones como gastos de cada ejercicio económico en que se producen. Por esta razón, el fideicomiso tendrá, mientras se mantenga esta política contable, resultados negativos los que se irán revirtiendo a medida que dichos fideicomitentes vayan cancelando los aportes que se obligan a realizar por contrato de fideicomiso.

4. Auditoría de gestión

El fideicomiso está obligado por el BCU a presentar informe de auditoría externa de gestión. A esos efectos, ha contratado a la firma AUREN de origen español pero con presencia en muchos países del mundo.

Ya se han comentado algunos aspectos del informe PAPA producido por AUREN al 30/11/15. Uno de los objetivos del informe es determinar el grado de cumplimiento de la adjudicación de viviendas en relación al compromiso que se deriva de los contratos respectivos. En tal sentido, el informe concluye, que el Fideicomiso ha adjudicado más unidades de las que le correspondía.

En efecto, al 30/11/15, de acuerdo a las condiciones establecidas para ser adjudicatario, correspondía haber adjudicado 22 unidades a los beneficiarios del Grupo UJ (departamentos de 1 dormitorio) sin embargo, se adjudicaron 44 unidades, de las cuales 5 fueron en el último año. Estas últimas corresponden a unidades del Edificio CampigliaPilay III a ser construido en Malvín.

Mientras que para el Grupo UV (departamentos de 2 dormitorios) también hubiera correspondido adjudicar 22 unidades y en Cambio se adjudicaron 48 de las cuales 3 correspondieron al último año, también del Edificio CampigliaPilay III próximo a construirse.

En total entonces se llevan adjudicadas 92 unidades entre ambos grupos, 20 de las cuales corresponden al edificio Torresei (ya entregadas) y 64 corresponden al edificio E-Tower, denominado Edificio CampigliaPilay II y las 8 restantes al Edificio CampigliaPilay III a construirse en Malvín.

La fiduciaria sigue presentando el Informe sobre información financiera prospectiva analizado por Auren. En este caso actualizado al 31/12/15 y proyectado al año 2035. AUREN informó que no tiene elementos como para controvertir lo sostenido por la fiduciaria aún admitiendo que dado el tiempo proyectado no hay forma de afirmar que no podrían producirse desvíos de entidad. CARE comparte esta opinión. Bajo esos supuestos, el fideicomiso cumple con sus objetivos.

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

Cuadro 7. Evolución de Fideicomitentes B y contratos según categorías

Concepto	30/11/12	30/11/13	30/11/14	31/11/15
Fideicomitentes B	981	1.156	1.362	1.439
Contratos	1.194	1.475	1.716	1.860
Fideicomitentes B activos	916	1.096	1.080	1.090
Contratos activos	1.110	1.343	1.385	1.430
Fideicomitentes al día	627	724	707	763
Contratos al día	750	883	896	953

Fuente: Informes PAPA.

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

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

En tal sentido se informa que la evolución histórica entre las variaciones del ICC, de la paramétrica de la empresa constructora, y de la cuota cobrada desde el momento de la constitución del contrato del Fideicomiso original (setiembre 2009) al mes de noviembre de 2015, es la siguiente:

Cuadro 8. variables de ajuste de cuota

<i>Período: set 09 a nov 15</i>	<i>evolución</i>
ICC	101%
Paramétrica	85%
Cuota cobrada	92%

Fuente: Informe PAPA al 30/11/2015.

Como se desprende del cuadro anterior, se puede observar que el Fideicomiso ajustó las cuotas hasta noviembre de 2015 por una variación inferior a la que hubiera podido según contrato.

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 es moderado en tanto se encuentra pendiente de resolución definitiva en el TCA la impugnación de la correspondiente resolución del BCU.

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

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

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

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido. Este riesgo es moderado en tanto se encuentra pendiente de resolución definitiva en el TCA la impugnación de la correspondiente resolución del BCU que inscribe no solo a la fiduciaria sino también los certificados de participación.

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

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

Riesgos de gobierno corporativo. Este riesgo se encuentra razonablemente cubierto con la organización planteada originalmente y algunos ajustes que se han ido procesando sobre la marcha.

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

iv. El activo subyacente

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

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

Desde el año 2013 y con una periodicidad semestral, el BCU exige a CampigliaPilay presentar un informe auditado donde debe simular que se deja de vender y probar la capacidad que el Fideicomiso tiene de cumplir con los fideicomitentes. Este análisis lleva más de 5 presentaciones, demostrando que el Fideicomiso posee la capacidad de cumplir con los derechos de los fideicomitentes. Este análisis del modelo de negocios demostraría que el Fideicomiso posee la capacidad de cumplir con los derechos de los Fideicomitentes.

No obstante lo anterior y con el objetivo de testear económicamente el producto ofrecido por el Fideicomiso, CARE realizó tres análisis abordando diferentes metodologías. La primera de ellas, realizada oportunamente en la calificación original, fue la de estimar una TIR del inversor. La segunda metodología, consistió en testear el diseño del producto Campiglia&Pilay y compararlo con un crédito hipotecario bancario con destino a la vivienda; y la tercera fue la de comparar dicho producto con diferentes opciones de inversión financiera. En esta ocasión se actualizan los resultados de las metodologías mencionadas.

2. Tasa Interna de Retorno Estimada

En la calificación original del año 2012, se tomó en cuenta la simulación en la cual se supuso que el Fideicomiso hubiese comenzado a operar en enero de 1976 y se hubiese mantenido hasta la fecha de calificación (véase). La elección de este periodo pasado respondió que durante el mismo se registraron contingencias macroeconómicas y sectoriales en sentidos opuestos y de las más diversas intensidades (devaluaciones, recesiones, auges, inflación, etc.) que cubrirían un amplio espectro de eventos futuros.

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

5. Por mayor información sobre las metodologías mencionadas, ver calificación original y actualización de abril 2013.

En dicha ocasión el promedio de las tasas internas de retorno calculadas fue de 2,2% por encima de la variación del ICC con un valor máximo de 5% y un valor mínimo de 1,43%. En esta oportunidad se actualizaron los cálculos cuyo resultado se presenta en el Cuadro 10.

Cuadro 9. Proyecciones de TIR

(expresadas en valores porcentuales por encima de la evolución del ICC)

TIR media	2,7%
TIR mínima	1,9%
TIR máxima	5,25%

Fuente: elaborado por CARE.

3. Comparación con productos similares (Caso de demanda por vivienda)

Para el caso del individuo que está demandando una vivienda, la opción del producto Campiglia&Pilay I es significativamente más ventajosa en términos de Valor Actual Neto que solicitar un crédito bancario.

Cuadro 10. Comparación de VAN

Financiamiento Bancario	Campiglia & Pilay
\$U 3.886.752,13	\$U 2.776.777,76

Como fue explicado oportunamente esta comparación supone situar a un mismo potencial cliente en dos situaciones análogas: la compra de un contrato y la contratación de un crédito hipotecario en las condiciones actuales, dado un pago inicial igual para las dos alternativas.

Como fue mencionado en la actualización anterior, las dos alternativas (el producto Campiglia&Pilay y un crédito bancario) tienen ventajas y desventajas. Por ejemplo, por medio del financiamiento bancario, el individuo puede adquirir cualquier vivienda en el entorno del precio supuesto y que sea apta para una hipoteca, mientras que en el producto Campiglia&Pilay I puede adquirir únicamente las viviendas producidas por este. En el sentido contrario, el individuo que accede al producto Campiglia&Pilay I no tiene que ser sujeto de crédito y no tendría los costos asociados a la financiación de un crédito (hipoteca, seguro de vida, cuenta bancaria, etc.) y podría adquirir una vivienda aún sin haber ahorrado el saldo inicial. Con respecto al costo de las cuotas en el futuro de las dos alternativas, dependerá de la evolución del ICC y del IPC respectivamente.

El aumento del VAN de la opción bancaria se debe a que el individuo necesita más años de ahorro previo para alcanzar el pago inicial. Esto se debe a que el precio de la vivienda se supone en dólares y las cuotas son en pesos uruguayos. El aumento del tipo de cambio y el incremento de la tasa de interés de los créditos hipotecarios han hecho menos atractiva esta propuesta de acceso a la vivienda frente al producto Campiglia&Pilay I.

4. Comparación con productos alternativos (Caso de demanda por inversión)

Para el caso del individuo que busca una alternativa de inversión, la opción que resultó más ventajosa fue: en primer lugar fue para el Sistema PILAY. La TIR anual promedio en dólares para Campiglia&Pilay fue de 9,9% y la TIR promedio anual de los últimos 5 años de los fondos de inversión globales no alcanzó el 6%. Esta coyuntura se explica debido a la baja generalizada de precios de bolsa de 2015.

Cuadro 11. Comparación productos alternativos

	<i>% anual</i>	<i>% mensual</i>
- PIMCO GIS TOTAL RETURN BOND FUND (5 años)	2,90%	0,2%
- TEMPLETON GLOBAL TOTAL RETURN. (5 años)	3,10%	0,3%
- MFS EMERGING MARKET DEBT - (5 años)	4,1%	0,3%
- MFS RESEARCH BOND(5 años)	3,50%	0,3%
- BlackRock Dollar Bond(5 años)	3,70%	0,3%
- PIONEER AGGREGATE BOND(5 años)	5,50%	0,4%
- SISTEMA PILAY (5 años)	9,9%	0,8%

Como fue mencionado en la actualización anterior, las dos alternativas mencionadas tienen ventajas y desventajas. Por ejemplo, la opción de fondos mutuos, si bien en muchos casos tienen una multa asociada a la salida en los primeros años, son sensiblemente más líquidos que el producto Campiglia&Pilay I. En sentido contrario, el sistema PILAY invierte en bienes tangibles mientras que los Fondos Mutuos generalmente invierten en productos financieros intangibles. En definitiva, y aunque la rentabilidad financiera no es el objetivo de la inversión analizada, el sistema se compara bien con otras inversiones alternativas.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo expuesto anteriormente, en este punto se trata de señalar la capacidad de generar las viviendas en el plazo pactado. Considerando además el seguimiento que se está verificando y las viviendas adjudicadas, se considera que existe un riesgo moderado a bajo y posible de ser controlado a tiempo.

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, la m/n. No obstante hay un porcentaje del costo constructivo próximo al 30% que depende de la evolución del tipo de cambio. El ajuste en la cuota que se indexa con el ICC mitiga dicho riesgo por estar comprendidos estos bienes en la canasta de precios. Este riesgo por tanto es prácticamente inexistente.

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

v. El entorno

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios al proyecto. Incluyen por ejemplo la política tributaria general, la particular del sector, la existencia de subsidios en el crédito de construcción, en el de compra de inmuebles, las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, etc.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del negocio inmobiliario.

Cabe señalar que la particularidad de este negocio vuelve menos relevante el desempeño del mercado de la vivienda como determinante del cumplimiento de las obligaciones del Fideicomiso, que suponen obtener para los inversores la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los contratos respectivos.

1. Mercado de la vivienda

El mercado de la vivienda se caracteriza por presentar ciertas especificidades que es preciso tener en cuenta a la hora de analizar su evolución. En este sentido, en actualizaciones anteriores CARE ha detallado aproximaciones metodológicas para abordar esta temática⁶.

A continuación se detallan algunas decisiones que inciden en el mercado de vivienda y en el producto Campiglia&Pilay I que corresponde monitorear anualmente.

- Las decisiones de inversión de Campiglia&Pilay I continúan respondiendo a tipologías constructivas y segmento socioeconómico donde se verifican desajuste entre oferta y demanda y que presentan oportunidades de negocio.
- La demanda por uso (servicios de alojamiento) continúa explicada en gran medida por la creciente fragmentación de hogares, la obsolescencia de las construcciones y los cambios en los paradigmas en lo que refiere al mercado de la vivienda. Estos elementos mantienen vigencia un año después de la calificación.
- la demanda por inversión está explicada por variables macroeconómicas globales, siendo la más importante la tasa de interés real. El escenario externo tiene como principal medida de política el comienzo del

6. Por mayor información, ver Informe sectorial del mercado inmobiliario dirigiéndose a care@care.com.uy.

desmantelamiento de los estímulos monetarios que realizó EEUU a partir de 2009. Este cambio de política, si bien no ha incidido aún en un aumento significativo de la tasa de interés en EEUU, ha modificado las expectativas de los agentes. Esto se tradujo en incrementos de las tasas de interés de los títulos en países emergentes en general y en Uruguay en particular. Si el cambio de expectativas se transforma en hechos concretos, podría llevar a una disminución de la demanda por activos inmobiliarios y por ende, su precio.

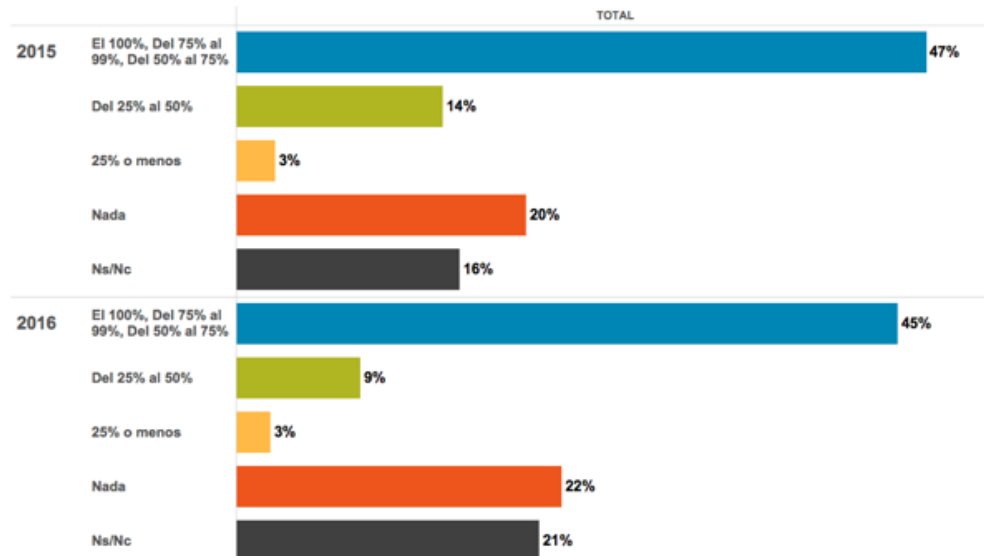
- No obstante lo anterior, el producto Campiglia&Pilay I no ofrece solamente una rentabilidad sino que ofrece una alternativa de ahorro de largo plazo vehiculizada por un Fideicomiso Financiero y respaldada por garantías colaterales inmobiliarias. En este sentido, los shocks macroeconómicos adversos no deberían tener la influencia que tienen en el mercado inmobiliario tradicional.
- El ingreso de los hogares, variable que incide en las dos demandas derivadas, ha aumentado en términos reales en los últimos años. No obstante, esta tendencia no es claro que continúe su comportamiento a futuro.
- Producto de la implementación con relativo éxito de la Ley 18.795 de acceso a la vivienda de interés social, se ha aumentando la oferta potencial de vivienda (13.931 viviendas promovidas a marzo de 2016⁷). Un porcentaje de estas se sitúan en el segmento de mercado en el que actúa el Sistema Pilay. Esta mayor oferta, si bien en la actualidad no presenta un riesgo para el crecimiento del referido Sistema, de continuar en ascenso podría llegar a presentarlo.

Otro factor a favor del modelo de negocios de este proyecto es que el financiamiento de la vivienda es endógeno, o sea que, no es necesario que el beneficiario deba recurrir a un crédito hipotecario. El acceso al crédito se presenta como una de las principales barreras para la obtención de la primera vivienda. Esto se fundamenta en que las personas y familias necesitarían financiamiento por aproximadamente el 50% del valor de la misma. Esto se infiere de las encuestas semestrales realizadas por Research International a solicitud de CARE, que investigan los aspectos salientes de la demanda de vivienda por motivo "inversión" y por motivo "consumo" (alquiler y/o compra) en Montevideo y el suroeste del departamento de Canelones.

7. Ver www.anv.gub.uy.

Gráfica 1. Necesidad de Financiamiento

Pregunta: ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?



Fuente: CARE en base a información de RIU.

En definitiva el riesgo mercado se encuentra acotado, por contar con una elección adecuada del segmento elegido a atender así como las tipologías constructivas. La diferenciación de la cuota espera y la cuota tenencia segmenta los públicos que demandan el bien inmueble en su fase de inversión, de la fase de servicios de alojamiento. Las proyecciones de tasa de interés real como del ingreso medio de los hogares (aún este enlentecido) presentan aún tendencias favorables para el negocio inmobiliario, por lo que, la demanda por este tipo de producto no puede preverse en la actualidad que disminuya.

2. Las políticas públicas

En ocasión de la calificación se analizó las disposiciones de las políticas públicas entorno a la vivienda, que recogían amplio consenso favorable en todos los sectores políticos, y que tendían a alentar tanto la oferta de viviendas –con beneficios para la construcción para sectores de nivel medio– como para la demanda –incluso arrendamiento– de esos sectores.

Como se mencionó en aquella oportunidad, esta medida brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. Existe una alta probabilidad de que el nuevo gobierno aseguraría el rumbo de intervenciones “amigables” en el mercado de la vivienda hacia la oferta de desarrollos inmobiliarios y hacia la demanda por vivienda.

No se espera, en el corto plazo, un cambio en las políticas públicas que afecte el producto Campiglia&Pilay I.

En conclusión el riesgo de políticas públicas se considera bajo.

3. Conclusiones sobre el entorno

En base a lo expuesto en los puntos anteriores y en especial, a los puntos anteriores, el riesgo entorno se considera mínimo.

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 al 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 BB + (uy) de la escala de nuestra metodología.

8. BB + (uy). Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. 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, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables 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 media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio. Riesgo Medio.** Se asignará cuando corresponda un signo de (+) o de (-), que indicará si la calificación se acerca más a la categoría superior o a la inferior respectivamente, de acuerdo al puntaje.

Comité de Calificación



Julio Preve



Martín Durán Martínez



Mayid Sader

Anexo I

Informe de contingencias jurídicas