

19 de Abril de 2017

FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I

DICTAMEN DE CALIFICACION

FIDEICOMISO FINANCIERO

| Títulos Calificados | Monto | Calificación | Vencimiento |
|---------------------|-------|--------------|-------------|
|---------------------|-------|--------------|-------------|

| | | | |
|-------------------------------|---------------------------|--------|------------|
| Certificados de Participación | Hasta UY\$ 10.757.864.152 | BBB+uy | 31-12-2031 |
|-------------------------------|---------------------------|--------|------------|

Nota: las definiciones de las calificaciones se encuentran al final del dictamen.

Fiduciaria: Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. (Pilay Uruguay AFISA).**Constructora:** Tecnorel S.A. (Campiglia Construcciones).**Fideicomitenes y Beneficiarios:** Tenedores de Certificados de Participación (CP).**Fundamentos principales de la calificación:**

- La diversificación de los activos del fideicomiso se considera Favorable.
- La calidad de los activos del fideicomiso se considera Favorable.
- La predictibilidad de los flujos generados por los activos del fideicomiso se considera Neutra.
- La capacidad para cumplir los compromisos se considera Suficiente para los CP.

| | |
|--------------------------------|---|
| Consejo de Calificación | Julieta Picorelli Hernán Arguiz Matías Rebozov |
| Manual de Calificación | Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Riesgo del Haber de Fondos Cerrados de Crédito y Fondos Fiduciarios |
| Información Utilizada | Contrato, Prospecto de Emisión, Estados Contables al 31 de Diciembre de 2016 y Flujo de Fondos del Fideicomiso |

ANTECEDENTES DE LA FIDUCIARIA

En el año 2009 se fundó Pilay Uruguay S.A. (actualmente Pilay Uruguay AFISA) y junto con Tecnorel S.A. (empresa integrante del grupo Campiglia Construcciones) celebraron un contrato de Fideicomiso de Administración de acuerdo con las disposiciones de la Ley 17.703.

Durante 2010 la Superintendencia de Servicios Financieros requirió a Pilay Uruguay AFISA realizar las gestiones destinadas a la transformación del Fideicomiso de Administración en Fideicomiso Financiero.

Tal transformación permitió mantener la esencia del producto y elevar su jerarquía, posibilitando captar recursos del mercado de capitales con el fin de incrementar el ritmo de construcción de las unidades.

Al 31 de Diciembre de 2016 existían 84 departamentos entregados, 84 terminados y 255 en construcción.

ANALISIS DE RIESGO

El análisis de riesgo se efectuó de acuerdo al Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Riesgo del Haber de Fondos Cerrados de Crédito y Fondos Fiduciarios, registrado en el Banco Central del Uruguay (BCU) por Evaluadora Latinoamericana S.A., Agente de Calificación de Riesgo.

CALIFICACIÓN DEL HABER DE LOS FONDOS CERRADOS DE CREDITO Y FONDOS FIDUCIARIOS

I. ANALISIS PREVIO

La información con que cuenta el Agente de Calificación de Riesgo se considera suficiente para realizar los procedimientos normales de calificación.

II. PROCEDIMIENTO POSTERIOR

II.A. Calificación Preliminar

Objeto del Fideicomiso: hacer viable la inversión en Inmuebles y la construcción de edificios y casas. Los Fideicomitentes adquieren Títulos de Deuda y Certificados de Participación constituyendo así el Patrimonio Fiduciario a ser administrado por la Fiduciaria procediendo a la adquisición de los inmuebles y posterior construcción de edificios para incorporarlos a propiedad horizontal y/o casas para que, una vez cumplido el plazo y las condiciones pactadas, sea transmitidos a los Fideicomitentes B el inmueble que respectivamente se les haya adjudicado.

Vigencia del Fideicomiso: el contrato del Fideicomiso tiene una duración de

30 años desde la fecha de suscripción de los títulos. Concluirá anticipadamente, una vez cumplidas las obligaciones pendientes, habida cuenta que para el pago de la totalidad de los costos y demás rubros contractuales se fija un plazo de 20 años a contar desde la incorporación de los Fideicomitentes B al Fideicomiso.

Fecha de Suscripción Inicial: 15 de Julio de 2011.

Bienes Fideicomitados:

- Los fondos aportados por los Fideicomitentes A reflejados en los Títulos de Deuda. Dichas sumas de dinero integraron la cuenta de Gastos del Fideicomiso y con los mismos la Fiduciaria atendió los Gastos Iniciales del Fideicomiso así como todos aquellos que se generaron durante la suscripción del presente y la integración de los fondos comprometidos por los Fideicomitentes B.
- Las sumas aportadas por los Fideicomitentes B.
- Los inmuebles, casas y departamentos.
- Los fondos depositados en la Cuenta Recaudadora, la Cuenta de Gastos y otras Cuentas Fiduciarias.
- Los fondos derivados de la inversión de los Fondos Líquidos.
- Los fondos derivados de la conversión voluntaria o involuntaria de cualquiera de los conceptos anteriores a efectivo, otros activos líquidos y cualquier otro ingreso o ganancia proveniente de los conceptos anteriores.
- Cualquier otro derecho o interés emergente de, y/o relacionado y/o vinculado de cualquier manera con cualquiera de los Bienes Fideicomitados.
- Cualquier derecho, título o interés, directa o indirectamente, relacionado con, y/o de cualquier manera vinculado a cualquiera de los derechos e intereses detallados precedentemente.

Fideicomitentes A: su obligación principal era la de aportar al Fideicomiso, mediante la adquisición de Títulos de Deuda Serie 1, aquellas sumas que resulten necesarias para los honorarios, gastos y trámites de constitución y promoción del Fideicomiso (incluyendo los de integración y suscripción de los fondos comprometidos por los Fideicomitentes B) considerando como aporte máximo de los aportes de todos los Fideicomitentes A, la suma de hasta U\$S 1.200.000. Los títulos de deuda serie 1 tenían un vencimiento teórico el 31 de diciembre de 2015.

A su vez, los Fideicomitentes A tenían derecho a (i) percibir anualmente, el 28 de diciembre de cada año, el interés del 5 % efectivo anual calculado sobre los saldos de los importes por ellos aportados y que dieran origen a la emisión de los títulos de deuda y (ii) la amortización del capital de los títulos de deuda, siempre que se hubiera previamente cumplido con los compromisos constructivos previstos para el respectivo años. Se amortizaron: 10% el 28/12/2012, 20% el 20/12/2013, 20% el 28/12/2014 y el 50% restante el 28/12/2015.

Sin perjuicio de lo mencionado los Fideicomitentes A tenían, en el año 2031, un derecho prioritario sobre cualquier otra obligación exigible al Fideicomiso, para que les sea amortizado, antes del 31 de diciembre de ese año, el remanente del capital de los títulos de deuda que no se hubiera cancelado en los años precedentes.

Al 31 de diciembre de 2015, ya se han realizado las cuatro amortizaciones previstas. En consecuencia, dichos títulos emitidos para financiar la primera etapa del fideicomiso fueron íntegramente cancelados.

Fideicomitentes B: son quienes integran cuotas al fideicomiso adquiriendo certificados de participación. Entre estos se distinguen cuatro tipos:

- Fideicomitente B: integra cuotas al fideicomiso y adquiere los certificados de participación. Permanece como tal desde la suscripción o adhesión hasta resultar adjudicado.
- Fideicomitente B Beneficiado: 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: es el que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido y no ha cancelado sus obligaciones.
- Fideicomitente B Adjudicado: es a quien se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia habiendo cancelado la totalidad de las obligaciones a su cargo.

El Fideicomiso emite Certificados de Participación Serie 1 contra los aportes de los Fideicomitentes B por un total de hasta UY\$ 10.757.864.152 en forma parcial según 9 tramos con derechos y obligaciones diferentes:

- S1B1CS/S1B2CS: se adquieren según hayan optado por una vivienda de 1 o 2 dormitorios.
- S1B1CE/S1B2CE: se adquieren en número de 240 según opción de tamaño de vivienda (Cuotas en Espera).
- S1B1CT/S1B2CT: se adquieren una vez que su vivienda ha sido construida y la misma sea entregada (Cuotas de Tenencia).

- S1B1CA/S1B2CA: se adquieren los meses de enero y julio de cada año por un total de 40 cada uno (Cuota Aguinaldo).
- S1BCMC: se adquieren cuando se hayan requerido mejoras constructivas.

| Montos a Emitir de CP (UY\$) | |
|-------------------------------------|-----------------------|
| S1B1CS | 11.812.500 |
| S1B1CE | 1.246.734.120 |
| S1B1CT | 2.774.217.600 |
| S1B1CA | 346.500.000 |
| S1B2CS | 11.812.500 |
| S1B2CE | 1.679.624.100 |
| S1B2CT | 3.812.862.732 |
| S1B2CA | 472.500.000 |
| S1BCMC | 401.800.000 |
| TOTAL | 10.757.863.552 |

El valor de los CP se reajustará el último día de cada mes de acuerdo a la variación que resulte mayor entre el ICC (Índice de Costo de la Construcción elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas) y la fórmula paramétrica definida en la Sección 6.2.c) del Contrato de Fideicomiso.

Ritmo Constructivo: según el informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados (Informe PAPA) de AUREN al 31 de Mayo de 2016, la Fiduciaria adquirió un terreno el 20 de Julio de 2015 para la construcción del Edificio Campiglia Pilay III, IV y V, ubicado en el barrio Malvín. El contrato de obra se firmó el 10 de Abril de 2016 y la construcción se efectuará en tres etapas. La primera, Campiglia Pilay III, se encuentra en plena ejecución.

En lo referente al avance de obra, al 30 de Noviembre de 2016 el avance global acumulado del sector edificios fue de 3,53% en tanto que el del sector garajes fue de 17,5%.

Análisis Jurídico: la estructura jurídica actual del fideicomiso cuenta con el respaldo técnico del BCU, quien instruyó a Pilay AFISA a transformar el fideicomiso original en un Fideicomiso Financiero.

El Fideicomiso logró la conformidad y acuerdo de las partes involucradas para que el mismo exista válidamente y administre el patrimonio de acuerdo con el alcance del contrato respectivo, pudiendo ofrecer públicamente los valores que emite. Tanto el BCU como el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) afirman y concluyen que el fideicomiso no constituye un grupo de ahorro previo sujeto a la normativa de intermediación financiera.

Sin embargo, las resoluciones del BCU enfrentan circunstancialmente la dificultad de acciones de nulidad pendientes de resolución definitiva respecto de la inscripción del Fideicomiso Financiero y Pilay Uruguay AFISA en el registro de valores del BCU.

Se evaluaron los siguientes factores respecto de los activos constitutivos del haber del Fondo:

1. Diversificación: siendo que los activos del Fideicomiso son principalmente los aportes de los Fideicomitentes B, se analiza la diversificación con respecto a estos.

A Diciembre de 2016, el fideicomiso estaba compuesto por 1622 Fideicomitentes B y 2082 contratos. En promedio hay 1,28 contratos por Fideicomitente.

| Concepto | Dic-16 |
|---------------------------|--------|
| Fideicomitentes B | 1.622 |
| Contratos | 2.082 |
| Fideicomitentes B Activos | 1139 |
| Contratos Activos | 1521 |
| Fideicomitentes B al día | 828 |
| Contratos al día | 1070 |

Por contrato y fideicomitente activo se entiende aquel que se encuentra al día con la cuota, aquel que es moroso o que manifestó la imposibilidad de efectuar aportes por un determinado período de tiempo pero sin una declaración explícita de renuncia (convenios de pago). Por contrato y fideicomitente al día se entiende aquel que está al día con las cuotas.

Los mismos recibirán sus unidades siempre que hayan cumplido estrictamente con los pagos contemplados. Los Fiduciarios acceden a sus unidades mediante dos modalidades de asignación:

- Adjudicación por mayor aporte dinerario adelantado.
- Adjudicación por mayor puntaje.

Cumpléndose con los pagos contemplados en las bases matemáticas y financieras del Fideicomiso, cada subgrupo de 500 personas constituido, tendrá la siguiente secuencia de adjudicaciones:

| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|-----------------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| Año | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 |
| Unidades | 12 | 14 | 14 | 16 | 16 | 18 | 18 | 20 | 20 | 24 | 24 | 26 | 28 | 30 | 32 | 34 | 36 | 38 | 40 | 40 |



En consecuencia, se considera Favorable la diversificación de los activos del fondo.

2. Calidad: la calidad de los activos del fideicomiso se puede considerar a través de las obligaciones de la Fiduciaria, de los Fideicomitentes B y de la Empresa Constructora.

Obligaciones de la Fiduciaria: las principales obligaciones son:

- a. Percibir y administrar los fondos aportados por los Fideicomitentes B, los que deberán invertirse según el siguiente orden de prioridades:
 - Al pago a los Fideicomitentes A (el 31 de diciembre de 2015 fueron íntegramente cancelados los Títulos de Deuda).
 - Al pago de los gastos generados por las labores de administración y promoción del fideicomiso e impuestos del fideicomiso, remuneración de la Empresa Constructora y de la Fiduciaria por la administración de las obras y honorarios de la auditoría externa.
 - Al pago del costo constructivo que, conforme al flujo de ingresos efectivamente percibidos en ese año, corresponda contractualmente invertir.
- b. Adquirir los inmuebles necesarios para la construcción de los departamentos pudiendo incluso gravar los inmuebles con hipoteca en garantía del pago del saldo de precio si lo hubiera.
- c. Construir a través de la Empresa Constructora, siempre que cotice a valores de mercado, o contratando a otras empresas constructoras de prestigio, en su defecto, los departamentos y/o casas, firmando al efecto contratos de arrendamiento de obras.
- d. Administrar, conjuntamente con la Empresa Constructora y en cuanto corresponda las obras a construir.
- e. Evaluar que los Inmuebles sobre los que habrán de construirse las casas tengan una ubicación que asegure la reventa en un plazo razonable o elegir los terrenos donde se construirán los departamentos.
- f. Representar al Fideicomiso en todos los asuntos administrativos y judiciales vinculados al mismo.
- g. Mantener el Patrimonio Fiduciario separado del resto de sus activos cumpliendo así con lo dispuesto en el artículo 6 de la Ley 17.703.
- h. Rendir anualmente cuentas sobre la marcha del Fideicomiso

mediante el envío del balance Auditado.

- i. Una vez finalizadas las obras proyectadas y cumplidas íntegramente las obligaciones de pago exigibles al fideicomitente B simple tenedor, la Fiduciaria procederá a adjudicarle la respectiva unidad transmitiéndole su dominio.
- j. Convocar a Asamblea de Fideicomitentes B cuando lo estime necesario o cuando ello sea solicitado por al menos la tercera parte del número total de Fideicomitentes B integrantes del Fideicomiso.
- k. Organizar las licitaciones para cada grupo o subgrupo del Fideicomiso, conforme criterios de equidad, igualdad y legalidad.

Obligaciones de los Fideicomitentes: las principales obligaciones de los mismos son:

- a. Adquirir el Certificado de Participación S1B1CS o S1B2CS según la opción constructiva elegida al momento de adherir al Fideicomiso;
- b. Adquirir 240 Certificados de Participación S1B1CE o S1B2CE, según la opción constructiva elegida, cada uno en forma mensual y consecutiva;
- c. Los Fideicomitentes B Simples Tenedores se obligan a partir del momento que concluya la construcción de la casa y/o departamento pactado, y se les entregue la tenencia del mismo, a sustituir la obligación de pago prevista en el punto b. que antecede por la adquisición de tantos Certificados de Participación S1B1CT o S1B2CT, según la opción constructiva elegida, cada uno en forma mensual y consecutiva, como le falten para completar el número total de cuotas.
- d. Adquirir, en los meses de enero y julio de cada año, un Certificado de Participación S1B1CA o S1B2CA, según la opción constructiva elegida.
- e. Los Fideicomitentes B que hayan optado por una Casa, o mejores materiales, adquirir los Certificados de Participación S1BCMC que correspondan.

Obligaciones de la Empresa Constructora: las principales obligaciones son:

- a. La administración y gerenciamiento de las obras a edificar, las que construirá por sí y/o mediante las subcontrataciones pertinentes.
- b. Realizará además la conducción técnica, elaborará los proyectos y ejecutará las obras, en la medida que cotice a valores de mercado y sin superar los parámetros de costo contemplados en las bases

matemáticas del Contrato del Fideicomiso.

Tecnorel S.A. es una empresa integrante del grupo empresario Campiglia Construcciones, una de las principales empresas constructoras de Uruguay con más de 33 años en el mercado.

Tecnorel S.A. acepta expresamente los derechos y obligaciones previstos en el Contrato del Fideicomiso, comprometiéndose a construir las obras con los parámetros de calidad, eficiencia y responsabilidad que caracterizan su trayectoria.

Estructura Jurídica de Tecnorel S.A.:

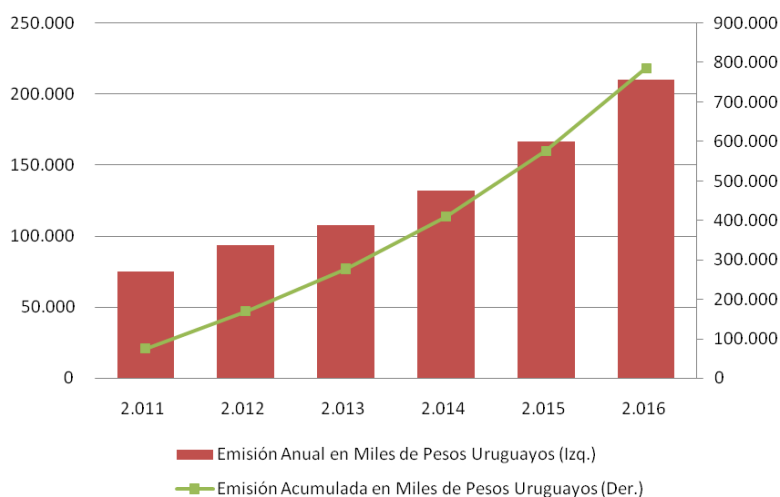
Presidente: Ing. Eduardo Campiglia.

Directorio: Germán Campiglia y Álvaro Piña.

En consecuencia, se considera Favorable la calidad de los activos del fondo.

3. Predictibilidad:

Los flujos de fondos anuales correspondientes a los ingresos del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I se miden en base a los valores de las emisiones de los Certificados de Participación que adquieren los Fideicomitentes contra el pago de las cuotas correspondientes.



El monto total emitido a Diciembre de 2016 fue de UY\$ 786.090.664.

Los flujos anuales correspondientes a los costos se materializan al principio del fideicomiso y cualquier incremento modifica las Cuotas de los Fideicomitentes y finalmente los montos emitidos de CP. El contrato del fideicomiso determina explícitamente que el valor de los CP se reajustará el último día de cada mes de acuerdo a la variación que resulte mayor entre el ICC y la fórmula paramétrica definida en la Sección 6.2.c) del Contrato de

Fideicomiso.

Las adjudicaciones se realizan según el flujo de fondos disponible previendo un 100% de pago de los aportes comprometidos por los Fideicomitentes. Si tal porcentaje disminuyera afectará proporcionalmente el número de unidades a entregar, pero no el derecho de los Fideicomitentes B que se encuentren al día con su aporte para recibir las unidades a entregar.

El esquema del fideicomiso también prevé la renuncia o sustitución de los Fideicomitentes. Estos tienen la libertad de poder renunciar al Fideicomiso en el momento en que lo deseen mediante la cesión de sus CP.

La Fiduciaria posee el mandato legal suficiente por el plazo de duración del fideicomiso para transferir a terceros los CP correspondientes a los Fideicomitentes que se aparten del Fideicomiso por falta de pago o renuncia.

Por lo expuesto, se considera Neutra la predictibilidad de los flujos generados por los activos del fondo.

4. Cobertura del Servicio de la Deuda: en este contexto, y considerando que los Títulos de Deuda Serie 1 pertenecientes a los Fideicomitentes A fueron cancelados en tiempo y forma, se considera cobertura del servicio de deuda la capacidad que tiene el fideicomiso para cumplir con los compromisos correspondientes a la emisión de los CP contra los aportes de los Fideicomitentes B.

Es importante aclarar que (i) ante un aumento de los costos se modifican las Cuotas de los Fideicomitentes y (ii) que un incremento en la morosidad afecta al sistema en el ritmo de adjudicación pero no el derecho de los Fideicomitentes B (que se encuentren al día con su aporte) de recibir las unidades a entregar.

El Agente de Calificación de Riesgo considera Suficiente la capacidad de cumplir los compromisos para los Certificados de Participación emitidos por el Fideicomiso.

De acuerdo a la siguiente matriz, la calificación preliminar de los Certificados de Participación se ubica en Categoría B, producto de una Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad en Nivel 1 y de una Calificación de la cobertura de servicio de deuda como Suficiente.

| MATRIZ DE CALIFICACION PRELIMINAR | | | | | |
|---|---|---------|------------|----------|--------------|
| Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad | Calificación de la Cobertura del Servicio de la Deuda | | | | |
| | Muy Holgada | Holgada | Suficiente | Ajustada | Insuficiente |
| Nivel 1 | A | A | B | C | D |
| Nivel 2 | A | B | B | C | D |
| Nivel 3 | B | C | C | D | D |

II.B. Existencia de Garantías u Obligaciones Especiales

No existen garantías u obligaciones especiales.

II.C. Calificación Final

Consideración de la capacidad de gestión de la Fiduciaria

El objetivo de esta etapa es evaluar la capacidad de gestión de la Fiduciaria en la conducción de sus responsabilidades inherentes. Para ello se realizará un análisis de los siguientes aspectos:

1. Características de la administración y propiedad

i) Preparación profesional y experiencia en la industria y en la compañía de los directores y principales ejecutivos y rotación de la plana ejecutiva: el directorio se compone de la siguiente manera:

- Presidente: Dr. Luis Oscar Trento.
- Vicepresidente: Dr. Javier Vigo Leguizamón.
- Director: Esc. Mario Florencio Vigo Leguizamón.
- Director: María de los Ángeles Dichino Trento.
- Director: María Gabriela Añón.

La composición accionaria de Pilay Uruguay AFISA se divide entre el Dr. Javier Vigo Leguizamón y el Dr. Luis Oscar Trento con el 22% cada uno, el Dr. Mariano Salvador Dichino con el 20%, el Cr. Marcelo Héctor Vorobiof, María Gabriela Añón y Alina Lucila Añón con el 10% cada uno y el Esc. Mario Florencio Vigo Leguizamón con el 6% restante.

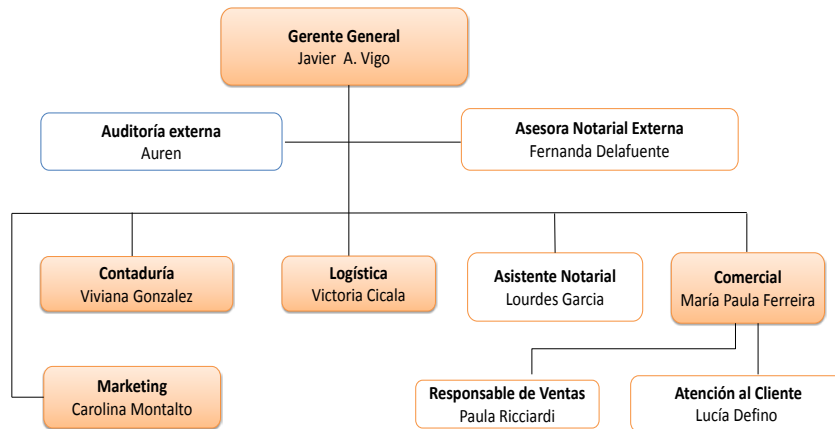
ii) Relaciones de la empresa con entes vinculados a su propiedad o gestión: en todas las unidades de negocios de Pilay, tanto en Argentina como en Uruguay, la sociedad mantiene una alianza estratégica con un socio local. En este caso dicha alianza es entre Pilay Uruguay AFISA y Campiglia Construcciones, grupo constructivo líder del país. Se considera adecuado el

manejo financiero de la sociedad en relación a sus vinculados.

iii) Actitud de la administración en relación al fiscalizador y a las normas: la Fiduciaria cumple con los requerimientos de información de acuerdo a las normas vigentes.

iv) Solvencia del grupo propietario o grupos propietarios: las declaraciones patrimoniales de los accionistas de Pilay Uruguay AFISA muestran solidez y brindan una mejor posibilidad de obtener capital adicional en caso de eventuales deterioros patrimoniales de la Fiduciaria.

v) Estructura organizacional:



2. Posición relativa de la compañía en su industria

i) Capacidad relativa de la compañía para mantener e incrementar su volumen de negocios: los accionistas de Pilay Uruguay AFISA poseen una vasta experiencia en la administración de fondos con destino inmobiliario, integrando en Argentina la firma Pilay S.A que desde hace más de 30 años administra el Sistema Pilay en dicho país. Que por resoluciones n° 17.179 y n° 17.241, con fechas 28 de Agosto de 2013 y 5 de Diciembre de 2013, la Comisión Nacional de Valores de la República Argentina autorizó el Programa Global de Fideicomisos Inmobiliarios PILAY, que prevé la construcción de 30.000 departamentos en las ciudades de Santa Fe, Rosario, Córdoba y Paraná.

En el marco de tal programa, dicho organismo ha aprobado la constitución del Fideicomiso Financiero PILAY I que tiene por fin la construcción de 10.000 departamentos en las ciudades de Santa Fe y Paraná y el Fideicomiso Financiero PILAY II que prevé la construcción de 15.000 departamentos distribuidos entre las ciudades de Rosario y Córdoba.

ii) Eficiencia relativa de la compañía en la generación de servicios: la rentabilidad del último ejercicio anual a Diciembre de 2015 fue del 11,7% de los activos y del 12,8% del patrimonio neto. Al 31 de Diciembre de 2016, el resultado neto del período registró beneficios por UY\$ 2.113.752



iii) Existencia de mercados cautivos y grado de dependencia de la compañía respecto a ellos: su actividad como Fiduciaria se concentra en el mercado inmobiliario exclusivamente.

iv) Participación de mercado: si bien los Fideicomitentes B se encuentran diversificados, su actividad como Fiduciaria se concentra en el mercado inmobiliario, administrando actualmente únicamente el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I.

v) De acuerdo con la información disponible a la fecha de calificación, se analiza la tendencia de la participación de mercado de la compañía: a nivel local, Pilay Uruguay AFISA ha ganado un fuerte lugar dentro del segmento inversión. Los principales atributos que presenta este producto son: seguridad, rentabilidad, accesibilidad y libertad de acción.

vi) Riesgo de la compañía ante eventuales modificaciones legales que restrinjan el número, naturaleza y cobertura de los productos que ofrece: la compañía se encuentra expuesta a las modificaciones legales relacionadas con la naturaleza de su actividad. Sin embargo, ya en el 2010 el BCU instruyó la inscripción del fideicomiso como fideicomiso financiero de oferta pública. Dicha inscripción finalizó en 2011.

3. Política de Controles

i) Existencia de manuales o procedimientos operativos: Pilay Uruguay AFISA dispone de Manuales de Procedimientos y Diagramas analizados, diseñados e implementados conjuntamente entre las áreas para los procesos de ventas, cobranzas y control de la morosidad.

ii) Determinación de funciones y responsabilidades en la toma de decisiones del personal gerencial: a cargo de la gerencia general (Javier A. Vigo) se encuentran las áreas de Marketing (Carolina Montalto), Contaduría (Viviana Gonzalez), Logística (Victoria Cicala) y Comercial (María Paula Ferreira). La estructura cuenta a su vez con un Asistente Notarial (Lourdes García), un Asesor Notarial Externo (Fernanda Delafuente) y la Auditoría Externa respectiva correspondiente a Auren.

Al área de Contaduría pertenece Tesorería, una Cajera (Ornella Caruso) y un Auxiliar Contable (Kevin Vazquez).

El área Comercial se divide en dos: Responsable de Ventas (Paula Ricciardi) y Atención al Cliente (Lucía Delfino). Corresponden a Atención al Cliente los sectores de Administración Comercial (María Rosa Zunino) y Gestión de Morosos (Silvina Álvarez y Viviana Zerpa).

iii) Mecanismos de seguimiento de los fideicomisos administrados: en el manual de control de morosidad de los Fideicomitentes B se detallan los procedimientos a llevar a cabo por el sector de Atención al Cliente. Dicho departamento debe procurar:

- Que el cliente no renuncie al Fideicomiso;



- Que la morosidad no sea mayor al 18% de la cartera de clientes totales;
- Gestionar la cesión de los CP de clientes que preavisaron su renuncia al Fideicomiso con el fin de mantener la mayor cantidad de clientes activos en el sistema.

Es importante destacar que la morosidad afecta al sistema en dos aspectos: (i) en el ritmo de adjudicación de unidades y (ii) en el ritmo constructivo producto del efecto negativo en el flujo de dinero de la compañía.

Los contratos, una vez firmados por el cliente, deberán ser entregados al Gerente de Ventas, quién luego de controlar la documentación los remitirá al área de Logística.

A su vez, el área comercial tiene su propio manual que contempla los procesos de ventas desde la comunicación del interés de compra por parte de un potencial cliente hasta la entrega del Contrato de Fideicomiso.

Por último, el proceso de cobranzas de las cuotas se detalla en su respectivo manual a disposición del área de Contaduría.

iv) Respuestas a observaciones de las autoridades de control: con fecha 18 de Octubre de 2010 el BCU concluyó que la operativa realizada por Pilay Uruguay AFISA poseía las características de un Fideicomiso Financiero de oferta pública. En un plazo máximo otorgado de 20 días hábiles, la fiduciaria presentó la documentación pertinente para iniciar el proceso de autorización y registro que finalizó el 15 de Julio de 2011.

Se consideraron adecuados los criterios de inversión, la idoneidad de los administradores y las políticas de inversión y sus objetivos. Por lo tanto, corresponde mantener la calificación preliminar de los títulos calificados.

CALIFICACION FINAL

Se otorga la calificación BBB+uy a los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Campiglia & PILAY I.

DEFINICIÓN DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

BBB+uy: aquellos fondos cuyos haberes poseen una buena capacidad de pago de las cuotas o participaciones, aunque el haber se encuentra compuesto por algunos riesgos o créditos superiores a los normales o presenta algunos problemas que pueden solucionarse en el corto plazo y cuya calificación se encuentra en el rango superior de la Categoría B.

INFORMACIÓN UTILIZADA

- Estados Contables del Fideicomiso Financiero al 31 de Diciembre de 2016.
- Estados Contables de la Fiduciaria al 31 de Diciembre de 2016.
- Contrato del Fideicomiso Financiero CAMPIGLIA & PILAY I.
- Modelo de Prospecto de Emisión de la Primera Serie del Fideicomiso Financiero CAMPIGLIA & PILAY I.
- Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados por AUREN al 30 de Noviembre de 2016.
- www.bcu.gub.uy | Banco Central del Uruguay.



Matías Rebozov



Hernán Arguiz



Julieta Picorelli

A la fecha, el Agente de Calificación de Riesgo no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económica financiera de la Fiduciaria o los Fideicomitentes y que, por lo tanto, generen un aumento del riesgo para los tenedores actuales o futuros de los títulos.

La información cuantitativa y cualitativa suministrada por la Fiduciaria y los Fideicomitentes se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose el Agente de Calificación de Riesgo de los errores posibles que esta información pudiera contener.

Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los tenedores actuales o futuros de los títulos.