

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO  
DECERTIFICADOS DE  
PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO  
FIDUCIARIO DEL  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
CAMPIGLIA & PILAY I”**

*Montevideo, abril de 2017*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDUCIARIO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION. EL FIDUCIARIO Y EL CONSTRUCTOR
21	IV EL ACTIVO SUBYACENTE
24	V EL ENTORNO
27	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME DE CONTINGENCIAS JURIDICAS

---

**Calificación Oferta Pública Certificados de Participación.  
28-4-2017**

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Campiglia&Pilay I
<b>Fiduciario:</b>	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.
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE Calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BB + (uy) Grado especulativo medio.
<b>Análisis jurídico de la calificación:</b>	Olivera Asociados
<b>Comité de Calificación</b>	Julio Preve -Martin Durán- Mayid Sáder –
<b>Manual:</b>	Manual de 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" manteniendo la categoría BB + (uy).

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 respectivos <sup>1</sup>. 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.
- El satisfactorio desempeño del Fideicomiso constatado por CARE hasta el presente ameritaría una nota mejor a la conferida; sin embargo esto no es así por la contingencia jurídica a la que se ha hecho referencia
- Se han completado 2 nuevas actualizaciones (de 8 realizadas) de stress financiero a las que el BCU somete a la empresa año tras año.
- 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.
- Se han cancelado los títulos de deuda contraída con los Fideicomitentes A.
- Se han adjudicado viviendas por encima de lo comprometido.
- Se trata de 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 ha afirmado en anteriores actualizaciones, no modificándose la opinión del Comité de Calificación.

<sup>1</sup>. Esta actualización debe analizarse en conjunto con la calificación de mayo de 2012 y sus actualizaciones, en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

- 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.

## 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 I<sup>2</sup>.

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 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://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 Preve<sup>2</sup>.

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

Esta contratación responde a la situación particular en que se encuentra este Fideicomiso cuya figura jurídica, que cuenta con el aval del BCU, ha sido cuestionada por actores privados sin que hasta el momento se haya expedido el TCA. Se reitera una vez más que, de acuerdo a los fundamentos económicos del negocio CARE considera que la nota debería ser mejor a la conferida hasta el momento y solo no ha sido así por la circunstancia acá referida.

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

## 2. Antecedentes generales

Con ocasión de la calificación original <sup>3</sup> 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.

## 3. Hechos Salientes

- Al 1 de enero de 2017 existían 2.082 contratos de Fideicomitentes B. En éstos, se encuentran incluidos siete contratos de 2 dormitorios, en posesión, que terminaron de pagar la totalidad de sus cuotas. Por tanto, el total de la cartera asciende a 2.075.
- Se han adjudicado 123 viviendas y entregado 84 apartamentos,

<sup>3</sup> Véase [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

- En base a las operaciones que involucraron contratos nuevos, más las cesiones de contratos realizadas durante el segundo semestre del año 2016, se estima que el promedio de ventas mensuales es de 30 contratos. Según estas proyecciones los contratos inactivos se venderán entre los años 2017 y 2018.
- El Fiduciario, semestralmente, presenta ante el BCU un informe en el cual se simula que el Fideicomiso puede asumir todas sus obligaciones futuras con los fideicomitentes, limitando su venta a vender los contratos inactivos. A la confección de la presente actualización, ya se han realizado 8 presentaciones de este informe, quedando demostrado que la solvencia y performance del Fideicomiso han mejorado, tal como se aprecia en el siguiente cuadro:

## CUADRO 1. Proyecciones Financieras

Presentaciones	30/06/2013	31/12/2013	30/06/2014	31/12/2014	30/06/2015	31/12/2015	30/06/2016	31/12/2016
Disponibilidades al inicio (en \$)	12.782.000	7.734.307	15.897.000	18.177.000	19.928.000	12.917.000	49.702.000	71.400.000
Obras en curso al inicio (en \$)	37.438.000	66.320.882	87.917.000	149.012.000	207.797.000	54.717.000	63.386.000	102.662.000
Costo de 55 mts. (en \$)	1.984.400	2.153.825	2.221.073	2.422.116	2.489.803	2.704.581	2.788.899	2.940.196
Costo de 75 mts. (en \$)	2.706.000	2.937.034	3.028.736	3.302.886	3.395.186	3.688.065	3.803.043	4.009.359
Cartera en 5 años	1,362	1,494	1,637	1,73	1,794	1,882	1,961	2,073
Fecha última entrega según flujo	2033	2033	2033	2034	2035	2035	2036	2036
Fecha última entrega según contrato	2034	2034	2035	2035	2036	2036	2037	2037
Tipo de Cambio	20,55	21,40	22,90	24.369	27.070	29.948	30.600	29,34

Fuente: Pilay Afisa S.A

## 4. información analizada

- Informe de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 31/5/2016 y 30/11/2016 (Informe de procedimientos de auditoría previamente acordados- PAPA).
- Proyecciones financieras realizadas por el fiduciario
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN
- Estados Contables auditados del Fiduciario al 31 de diciembre de 2016.
- Estados Contables auditados del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2016.



## 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

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Campiglia y Pilay I.
<b>Fiduciario:</b>	Pilay Uruguay AFISA.
<b>Constructor:</b>	Campiglia Construcciones representado por Tecnorel SA.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo.
<b>Títulos emitidos y a emitirse:</b>	Títulos de deuda y Certificados de participación.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	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.
<b>Moneda de los CP:</b>	Pesos uruguayos.
<b>Importe de la Emisión:</b>	U\$S 1.200.000 los Títulos de Deuda ya cancelados y hasta \$ 10.757.864.152 reajustables los Certificados de Participación.
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE Calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo de los certificados de participación):</b>	BB + (uy), Grado especulativo medio <sup>4</sup> .

<sup>4</sup> Se asigna el signo de (+) cuando la calificación se acerca más a la categoría superior.

## 2. El análisis jurídico

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

1. *El Fideicomiso Financiero cuenta a la fecha con la aprobación del BCU y la conclusión afirmativa del MEF, respecto a que tal modalidad no constituye un grupo de ahorro previo sujeto a la normativa de intermediación financiera.*
2. *La estructura jurídica cuenta con el respaldo técnico del BCU, quien instruyó a Pilay AFISA a transformar el fideicomiso original en un Fideicomiso Financiero, y por tanto el BCU ha ejercido sobre el mismo y sus operadores, los poderes de supervisión y control que tiene sobre todo emisor de valores en régimen de oferta pública.*
3. *El Fideicomiso Financiero ha logrado la conformidad de todas las partes involucradas para que el mismo exista válidamente y administre el patrimonio de afectación de acuerdo con el alcance dado en el contrato de fideicomiso, y pueda ofrecer públicamente los valores que emite.*
4. *Sin embargo, a la fecha se encuentran iniciados varias acciones de nulidad contra las resoluciones adoptadas por el BCU y el propio MEF relacionadas con el proceso de inscripción del Fideicomiso Financiero y Pilay AFISA en el registro de valores del BCU, lo cual impide afirmar que la referida estructura se encuentra a resguardo de eventuales contingencias jurídicas. Tales incertidumbres podrán ser disipadas una vez que se culminen los procesos jurisdiccionales iniciados ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo.*

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 desprendió 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 procesos 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.

<b>CUADRO 2: Fiduciaria: Estado de Situación Patrimonial</b>			
<b>En miles de \$</b>	<b>31-Dic-16</b>	<b>31-dic-15</b>	<b>31-dic-14</b>
<b>Activo</b>	<b>18.079</b>	<b>21.293</b>	<b>16.627</b>
Activo Corriente	2.781	8.330	5.682
Activo no Corriente	15.298	12.963	10.944
<b>Pasivo</b>	<b>1.510</b>	<b>3.442</b>	<b>2.309</b>
Pasivo Corriente	788	2.775	2.309
Pasivo no Corriente	722	667	
<b>Patrimonio</b>	<b>16.569</b>	<b>17.851</b>	<b>14.317</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>18.079</b>	<b>21.293</b>	<b>16.626</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>3,53</b>	<b>3,00</b>	<b>2,46</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

## CUADRO 3: Fiduciaria: Estado de Resultados

En miles de \$	31-dic-16	31-dic-15	31-dic-14
<b>Ingresos de actividades</b>	<b>5.187</b>	<b>9.061</b>	<b>7.885</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>5.187</b>	<b>9.061</b>	<b>7.885</b>
Gastos de adm y ventas	(1.789)	(1.601)	(1.281)
Resultados diversos	(1.643)	(875)	(729)
<b>Resultados Operativos</b>	<b>1.755</b>	<b>6.585</b>	<b>5.875</b>
Resultados financieros	1.017	1.043	749
Impuesto a la renta	(658)	(2.011)	(1.579)
<b>Resultado Neto</b>	<b>2.114</b>	<b>5.617</b>	<b>5.045</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Como se puede apreciar en los cuadros precedentes, 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 positiva. Esto demuestra, además, el alto compromiso de sus directores con el proyecto ya que no se han distribuido resultados.

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 el Informe al 30 de noviembre de 2016.

## 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 ya fueron cancelados en tiempo y forma.

Los Fideicomitentes B, son beneficiarios del mismo. Contra estos aportes el Fideicomiso emite Certificados de Participación Serie 1 por un monto total de hasta \$ 10.757.864.152 (diez mil setecientos cincuenta y siete millones ochocientos sesenta y cuatro mil ciento cincuenta y dos pesos uruguayos)

en forma parcial según 9 tramos que identifican derechos y obligaciones diferentes en el Contrato de Fideicomiso y que se denominan de la siguiente manera:

**CUADRO 4: Monto máximo a emitir por Clase CP**

Clase de CP	miles \$
S1B1CS	11.813
S1B1CE	1.246.734
S1B1CT	2.774.218
S1B1CA	346.500
S1B2CS	11.813
S1B2CE	1.679.624
S1B2CT	3.812.863
S1B2CA	472.500
S1BCMC	401.800
<b>Totales</b>	<b>10.757.864</b>

Fuente: Campiglia Pilay

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

Dicha nomenclatura responde a:

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

Al momento de realizar esta actualización se han tenido en cuenta los EE.CC. del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2016 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 5: Estados de Situación Patrimonial del fideicomiso

En miles de \$	31-dic-16	31-dic-15	31-dic-14	31-dic-13
<b>Activo</b>	<b>478.390</b>	<b>373.833</b>	<b>250.098</b>	<b>154.508</b>
Activo Corriente	99.726	32.283	183.466	88.804
Activo no Corriente	378.664	341.550	66.632	65.704
<b>Pasivo</b>	<b>79.029</b>	<b>94.315</b>	<b>57.963</b>	<b>34.137</b>
Pasivo Corriente	46.053	68.895	56.654	20.786
Pasivo no Corriente	32.976	25.420	1.309	13.351
<b>Patrimonio</b>	<b>399.361</b>	<b>279.518</b>	<b>192.135</b>	<b>120.371</b>
Certificados Participacion	545.728	442.609	344.462	258.129
Ajustes al patrimonio	258.612	155.884	80.117	31.162
Resultados Ejercicio y Acum.	(404.979)	(318.975)	(232.445)	(168.920)
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>478.390</b>	<b>373.833</b>	<b>250.098</b>	<b>154.508</b>

Fuente: CARE en base EE.CC Fideicomiso Campiglia Pilay

## CUADRO 6: Estados de Resultados del FF

En miles de \$	31-12-16	31-12-15	31-12-14	31-12-13
Ingresos operativos	2.936	1.505	2.080	839
Egresos operativos	(70.728)	(76.515)	(61.382)	(52.623)
Otros ing/egr	49	128	1	66
Resultados financieros	(6.325)	(10.325)	(4.516)	(4.107)
Impuesto a la renta	(11.935)	(1.324)	293	(7.460)
<b>Resultado neto</b>	<b>(86.003)</b>	<b>(86.531)</b>	<b>(63.524)</b>	<b>(63.285)</b>

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, denominado Campiglia Pilay II, por el cual, el Fideicomiso financió la construcción de 64 unidades.

Por otro lado se adquirió un terreno en Malvín con destino a la construcción de los edificios Campiglia Pilay III, IV y V. Esta obra se realizará en tres tramos, habiendo comenzado el primero de ellos, denominado Campiglia Pilay III. Al 31/12/16, el sector edificio cuenta con un avance de obra del 3,92 % mientras que el sector garaje cuenta con un avance de 25,82 %.

En el Cuadro 6 se exponen los CP's emitidos a diciembre de 2016 en valores nominales, su relación con el total a emitir previsto y su comparación con lo emitido a diciembre de 2015, según las diferentes clases.



## CUADRO 7: FF Emisión de CP's al 31/12/16 (miles \$ valor nominal)

Clase	Previsto	Dic. 2016	Dic. 2015	% emitido	Incremento
S1B1CS	11.813	5.798	5.122	49,08%	13,20%
S1B1CE	1.246.734	162.703	130.551	13,05%	24,63%
S1B1CT	2.774.218	36.648	26.138	1,32%	40,21%
S1B1CA	346.500	24.740	19.411	7,14%	27,45%
S1B2CS	11.813	3.851	3.600	32,60%	6,97%
S1B2CE	1.679.624	180.675	152.783	10,76%	18,26%
S1B2CT	3.812.863	68.344	54.856	1,79%	24,59%
S1B2CA	472.500	29.087	24.097	6,16%	20,71%
S1BCMC	401.800	33.883	26.051	8,43%	30,06%
<b>Totales</b>	<b>10.757.864</b>	<b>545.728</b>	<b>442.609</b>	<b>5,07%</b>	<b>23,30%</b>

Fuente: CARE en base a EE.CC del fideicomiso

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

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

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

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.

El último informe PAPA producido por AUREN del 30/11/16. Uno de los objetivos del mismo es determinar el grado de cumplimiento de la adjudicación de viviendas en relación al compromiso que se deriva de los contratos respectivos. En tal sentido, el informe concluye, una vez más, que el Fideicomiso ha entregado más unidades de las que le correspondía.

En efecto, al 30/11/16, de acuerdo a las condiciones establecidas para ser adjudicatario, correspondía haber adjudicado 40 unidades a los beneficiarios

del Grupo UJ (departamentos de 1 dormitorio) sin embargo, se adjudicaron 68 unidades.

Mientras que para el Grupo UV (departamentos de 2 dormitorios) hubiera correspondido adjudicar 34 unidades y en Cambio se adjudicaron 55.

En ambos casos, desde el año pasado se están adjudicando unidades correspondientes al Edificio Campiglia Pilay III en construcción.

En total entonces se llevan adjudicadas 123 unidades entre ambos grupos, 20 de las cuales corresponden al edificio Torreseis (ya entregadas); 64 corresponden al edificio Campiglia Pilay II (también entregadas) y las restantes al Edificio Campiglia Pilay III todavía en construcción.

La fiduciaria sigue presentando el Informe sobre información financiera prospectiva analizado por Auren. En este caso actualizado al 31/12/16 y proyectado al año 2036. 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:

<b>CUADRO 8: Ev. Fideicomitentes B y contratos según categorías</b>					
<b>Concepto</b>	<b>30/11/12</b>	<b>30/11/13</b>	<b>30/11/14</b>	<b>30/11/15</b>	<b>30/11/16</b>
Fideicomitentes B	981	1.156	1.362	1.439	1.586
Contratos	1.194	1.475	1.716	1.860	2.072
Fideicomitentes B activos	916	1.096	1.080	1.090	1.126
Contratos activos	1.110	1.343	1.385	1.430	1.498
Fideicomitentes al día	627	724	707	763	843
Contratos al día	750	883	896	953	1.089

Fuente: Informes PAPA

Puede comprobarse el constante incremento de las distintas categorías.

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 2010) al mes de noviembre de 2016, es la siguiente:

## Cuadro 9: variables de ajuste de cuota

Período: set 09 a nov 15	evolución
ICC	107%
Paramétrica	95%
Cuota cobrada	115%

Fuente: Informe PAPA al 30/11/2016

Como se desprende del cuadro anterior, se puede observar que el Fideicomiso ajustó las cuotas hasta noviembre de 2016 por una variación superior a la establecida en el contrato. Según se explica en el informe citado, esta discordancia se debe a que la cuota se ajustó en base a una estimación de ICC a setiembre de 2016 asumiendo un comportamiento similar a periodos anteriores. La administración informó a CARE que la mencionada diferencia quedó superada a partir de diciembre de 2016.

### 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. *Riesgo casi nulo.*

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

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

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

**Riesgo de conflictos**, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido. Este riesgo 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 medio bajo.*

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

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

*En definitiva, el riesgo analizado en esta sección se encuentra acotado, por contar con un Fiduciario con experiencia, un Plan de Negocios probado en ecosistemas similares a los del mercado de vivienda del Uruguay (Santa Fe, Rosario y Córdoba), y 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<sup>5</sup> 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 Campiglia & Pilay presentar un informe auditado donde debe simular que se deja de vender y probar la capacidad que el Fideicomiso tiene de cumplir con los fideicomitentes. Este análisis lleva 8 presentaciones, demostrando que el Fideicomiso posee la capacidad de cumplir con los derechos de los fideicomitentes. Este análisis de stress al cual se somete al Fideicomiso, demostraría que este 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 (de vivienda) Campiglia & Pilay y compararlo con un crédito hipotecario bancario con destino a la vivienda; y la tercera fue testear el diseño del producto (de inversión) Campiglia & Pilay con diferentes opciones de inversión financiera. En esta ocasión se actualizan los resultados de las metodologías mencionadas.<sup>6</sup>

### 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<sup>7</sup>. La elección de este periodo pasado respondió a 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.

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 cuyos resultados se presentan en el Cuadro 9.

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

<sup>6</sup>. Por mayor información sobre las metodologías mencionadas, ver calificación original y actualización de abril 2013

<sup>7</sup>. Véase [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

## CUADRO 10 . Proyecciones de TIR (expresadas en valores porcentuales por encima de la evolución del ICC)

<b>TIR media</b>	<b>3%</b>
<b>TIR mínima</b>	<b>2%</b>
<b>TIR máxima</b>	<b>5,4%</b>

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 11. Comparación de VAN

<b>Financiamiento Bancario</b>	Campiglia & Pilay
\$U 3.886.752,13	\$U 2.776.777,76

Fte. CARE

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 el referido Fideicomiso. 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 el Sistema PILAY en primer lugar. La TIR anual promedio en dólares para Campiglia & Pilay fue de 10,9% y la TIR promedio anual de los últimos 5 años de los fondos de inversión globales es del orden del 3%. Esta coyuntura se explica debido a la baja generalizada de precios de bolsa de 2015.

## CUADRO12. Comparación productos alternativos.

	% anual	% mensual
PIMCO GIS TOTAL RETURN BOND FUND (5 años)	2,7%	0,2%
TEMPLETON GLOBAL TOTAL RETURN. (5 años)	3,6%	0,3%
MFS EMERGING MARKET DEBT – (5 años)	3,3%	0,3%
MFS RESEARCH BOND (5 años)	2,8%	0,2%
BlackRock Dollar Bond (5 años)	0,3%	0,0%
PIONEER AGGREGATE BOND (5 años)	3,9%	0,3%
SISTEMA PILAY (5 años)	10,93%	0,9%

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.

Como se mencionara en la Sección 1, la Fiduciaria realiza un ejercicio de salida del Fideicomiso, simulando asumir todas sus obligaciones futuras con los fideicomitentes, limitando su venta a vender los contratos inactivos. Este ejercicio, que ya lleva su octava confección, sistemáticamente ha arrojado resultados positivos, lo que mitiga el riesgo de generación de flujos

### 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 bajo*.

**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 casi nulo.*

*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 temática <sup>(8)</sup>.

En lo referente a la **demanda de vivienda**, encontramos la demanda por inversión y la demanda por consumo:

- La **demanda por inversión** está explicada por variables macroeconómicas globales, siendo la más importante la **tasa de interés real**. En este sentido, el escenario externo tiene como principal medida de política, el comienzo del 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.

<sup>8</sup> Por mayor información, ver Informe sectorial del mercado inmobiliario dirigiéndose a [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)



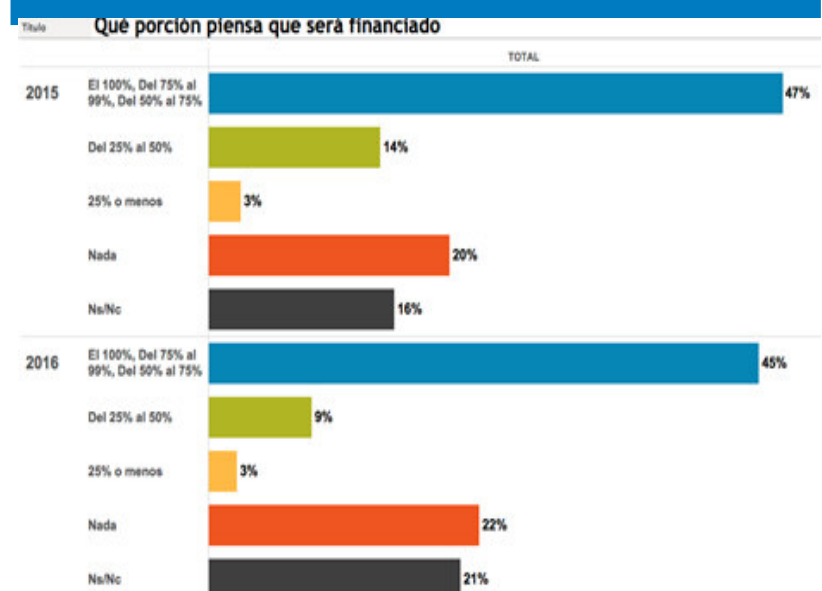
- La **demanda por consumo** (servicios de alojamiento) se explica en gran medida por la creciente **fragmentación de hogares, la obsolescencia de las construcciones y los cambios en los paradigmas** en lo que refiere al mercado de la vivienda. Estos elementos se mantienen incambiados desde la última actualización.

Cabe señalar que 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.

El mercado de créditos en Uruguay es exiguo en relación a la demanda potencial de vivienda. El crédito hipotecario ha sido fundamental para que un importante número de uruguayos acceda a financiar su vivienda propia, pero se ha concentrado únicamente entre los hogares de mayores ingresos. En este sentido, el 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.

**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 lo que respecta a la **oferta de vivienda**, cabe destacar que 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. Por otra parte, la oferta de vivienda ha experimentado un incremento, producto de la implementación con relativo éxito de la Ley 18.795 de acceso a la vivienda de interés social (15.211 viviendas promovidas a marzo de 2017<sup>9</sup>). 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.

*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 en torno 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.

El actual gobierno continúa, por el momento, con la política de consolidación de estímulos no distorsivos a la competencia, tanto a la oferta como a la demanda en ese segmento socioeconómico. No obstante lo anterior, en los últimos años, se han realizados modificaciones con información contradictoria para los agentes. Los recurrentes ajustes en la instrumentación del régimen promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, realizados en los últimos meses, propician un clima de inversión inestable dados los constantes cambios en los beneficios fiscales para los inversores. En particular, las modificaciones en los Artículos 10 y 12 del Decreto 34/2017 del 6 de Febrero con fijaciones administrativas de precios tope de alquiler, atentan contra el clima de inversión sectorial.

No se espera, en el corto plazo, un cambio en las políticas públicas que afecte directamente 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.*

<sup>9</sup> ver [www.anv.gub.uy](http://www.anv.gub.uy)

## 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)<sup>10</sup> de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Julio Preve      Martín Durán Martínez      Mayid Sader

<sup>10</sup> 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.

**ANEXO I**

**INFORME DE CONTINGENCIAS JURÍDICAS**

Montevideo, 23 de marzo de 2017

Señores  
CARE Calificadora de Riesgos  
Presente

Atención: Ing. Julio Preve  
*Director*

De nuestra mayor consideración:

Hacemos referencia a la solicitud de actualización del informe jurídico de fecha 22 de mayo de 2012 y sus informes complementarios, en el marco del proceso de actualización del dictamen de calificación de riesgo elaborado por CARE Calificadora de Riesgos SRL (en adelante "CARE") a los valores emitidos por el "Fideicomiso Financiero Campiglia&Pilay I" (en adelante del "Fideicomiso Financiero").

#### **1. Planteo de la cuestión**

De conformidad con lo indicado, hemos analizado el estado de los procesos judiciales y administrativos de los que oportunamente tomamos conocimiento, así como de aquellos nuevos procedimientos que, con posterioridad a dichos informes hayan sido puesto en nuestro conocimiento por CARE o el Fiduciario del Fideicomiso Financiero.

Como ya fuera señalado, el Fideicomiso Financiero oportunamente analizado y los valores que éste emite, fueron el resultado de un proceso de adecuación jurídica realizada por la firma Pilay Uruguay S.A. (en la actualidad Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.) en el marco del análisis y actos de supervisión realizado por el Banco Central del Uruguay (en adelante el "BCU") sobre la estructuración jurídica del negocio propuesto.

Por consiguiente, el Fideicomiso Financiero, su régimen de actuación, y las actividades realizadas por el Fiduciario, la firma Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante "Pilay AFISA") se encuentran sujetos al cumplimiento de las normas de mercado valores vigentes, y especialmente a la supervisión y control del BCU como ente regulador del mercado de valores.

En función de dicho contexto, a continuación procedemos a informar respecto del estado de los procesos y acciones relacionadas con el Fideicomiso Financiero.

#### **2. Estado de las contingencias jurídicas.**

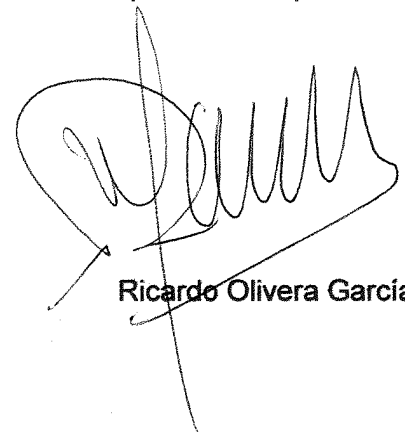
De conformidad con la información que nos ha sido proporcionada por Pilay AFISA y sus asesores legales, a la fecha del presente informe se encuentran aún pendientes de resolución las diversas acciones de nulidad promovidas por Consorcio contra actos dictados tanto por el BCU como por el Ministerio de Economía y Finanzas, que oportunamente informáramos. Si bien del análisis de los expedientes, puede desprenderse algunos avances y en un caso concreto hasta una sentencia del Tribunal de lo Contencioso Administrativo, las mismas aún no permiten dar por cerrado todas las cuestiones jurídicas que han sido planteadas en ellos.

En particular, el Tribunal de lo Contencioso Administrativo ("TCA") se ha expedido en sentencia n° 803 relativo al expediente Ficha No. 125/2012, "*Consortio del Uruguay S.A. c/ BCU. Acción de nulidad*", declarando "*que el acto impugnado (por Consortio) no resulta procesable ante la jurisdicción del Tribunal*", en relación a la acción de nulidad promovida por Consortio respecto de la nota en la cual se le instruye que retire "*de Internet en un plazo de 24 horas el blog <http://expedientesupervisor.blog.spot.com>, en el cual se reproduce el expediente del BCU N° 2010/00518 referido al fideicomiso financiero de Campiglia – Pilay*". Asimismo, el TCA en sentencia n° 743 relativo al expediente Ficha N° 793/2011, "*Consortio del Uruguay S.A. c/ BCU. Acción de nulidad*", resolvió acoger "*la excepción de falta de jurisdicción opuesta por la demandada*" (BCU) y declarar no procesable la "*omisión en sancionar a PILAY URUGUAY SA por las infracciones denunciadas*", declarar bien agotada la vía administrativa y promovida en plazo la acción de nulidad, y ordenar que se conteste derechamente la demanda.

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.

En función de lo dispuesto y, de acuerdo con la sistemática de la regulación del mercado de valores, corresponde a cada inversor o potencial inversor valorar en su globalidad los riesgos, beneficios y bondades del instrumento financiero que se ofrece invertir, con la información proporcionada y exigida del emisor por la normativa vigente, entre la que se encuentre el propio informe de calificación realizado por CARE. Respecto de éste último debe tenerse siempre en cuenta que el mismo es una opinión elaborada en base a un manual de procedimiento que previamente es registrado ante el BCU, que junto con otra información exigida es un componente más de la información que deberá procesar, analizar y valorar cada inversor, o potencial inversor.

Sin otro particular, saludamos a Ud. muy atentamente,



Ricardo Olivera García