

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, julio de 2021

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE
26	V EL ENTORNO
40	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME JURIDICO

**Calificación de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay.
31 - agosto - 2021**

Certificados de Participación	Fideicomitentes B (Producto Ladrillo) por hasta \$ 35.494.124.714 (pesos uruguayos)
Certificados de Participación	Fideicomitentes M2 (Producto M2) por hasta \$ 33.365.455.200
Denominación:	Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay
Fiduciario:	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
Activos del Fideicomiso:	Aportes realizados por los Fideicomitentes M2 y aportes realizados por los Fideicomitentes B, los inmuebles adquiridos, construcciones y todo otro activo adquirido por o producido por el FF.
Entidad Representante:	BEVSA
Plazo:	30 años
Análisis jurídico de la calificación:	Olivera Asociados
Calificación de Riesgo:	(ambos Certificados) BBB.uy Grado inversor mínimo.
Vigencia:	30 abril de 2022
Comité de Calificación:	Santiago Rego, Martin Durán y Julio Preve
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructurados Administrados por Terceros

Resumen General

CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY con la calificación BBB.uy de grado inversor.

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 contractualmente. También, califica la posibilidad de obtener cierta rentabilidad para los inversores del Producto M2. 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 que sustentan la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico cuyas principales conclusiones se recogen en el capítulo II y se adjunta como anexo. En particular, al replicar la estructura jurídica de un instrumento ya validado por el Banco Central del Uruguay y el Tribunal de lo Contencioso Administrativo no se advierten objeciones del punto de vista de la estructura jurídica elegida. Incluso, es importante destacar que en este FF se refuerza de la gobernanza, agregando elementos de control adicionales a las funciones del Fiduciario.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta una serie de comparaciones y escenarios, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto. A su vez, al igual que para la estructura jurídica el “Producto Ladrillo” ya ha sido validado por el mercado en su antecedente directo. El antecedente directo del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay ha demostrado buenos niveles de aceptación por parte del público objetivo, logrando viabilizar la tenencia de vivienda de sus fideicomitentes y ha demostrado resistir adecuadamente ante coyunturas económicas desfavorables como la acontecida en el último año a raíz de la pandemia generada por el COVID-19.
- Se agrega un nuevo Producto llamado M2 que permite al inversor (Fideicomitente M2) invertir en una Unidad de Referencia previamente establecida y obtener una renta variable que dependerá de la enajenación de dicha Unidad. Esto abre el abanico de opciones de inversión y permite al Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay obtener liquidez para llevar adelante sus cometidos. Es relevante destacar que Banco Santander ofrecerá este producto financiero a sus clientes, incrementando su capilaridad.
- El Plan de Negocios prevé la construcción de hasta 10.800 apartamentos en un plazo de 30 años, en línea con el volumen de adhesiones que se estima en el Plan de Negocios y que recoge la evolución reciente de su antecedente directo (Campiglia & Pilay) en el “Producto Ladrillo”. El volumen a construir se beneficia de que cada construcción será licitada en procesos competitivos, pudiendo obtener eficiencias en el proceso. A su vez, se mantiene el mismo arquitecto proyectista, Arq. Alvaro Piña, quien trabajó en el FF que sirve de antecedente directo a este Fideicomiso.

- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr su propósito de ofrecer a los Fideicomitentes B la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características descritas en los contratos. A su vez, esta opción tiene un menor costo para el comprador que un crédito hipotecario y permite que sujetos que no son pasibles de crédito o no cuentan con ahorro previo, puedan acceder a una vivienda. En contrapartida, ofrece una vivienda preestablecida, de las condiciones pactadas en contratos. A juicio de CARE, estos elementos son relevantes para evaluar el atractivo del "Producto Ladrillo".
- El Producto M2 para el Fideicomitente M2 facilita el acceso a un activo financiero con adecuada rentabilidad y con montos mínimos reducidos. A su vez, esta inversión es convertible en una unidad habitacional bajo determinadas circunstancias específicas, equivaliendo en última instancia a un Fideicomitente B bajo condiciones preestablecidas. Desde la óptica de la Administración, este Producto permite adelantar la obra constructiva, ofreciendo un retorno al inversor variable que dependerá de la evolución del ICC y del mecanismo de enajenación de la Unidad.
- El proyecto se orienta, a diferencia de la experiencia anterior, hacia el segmento de un ambiente, con relativamente menos unidades dedicadas a opciones de uno y dos dormitorios. Si bien el segmento de monoambiente incrementa de forma significativa el público que podría acceder al FF, este segmento aún no ha sido testeado con un instrumento de este estilo. Esto podría constituir un riesgo, aunque las orientaciones generales de la demanda coinciden con las previstas en este Fideicomiso Financiero, de acuerdo a los informes del mercado inmobiliario contratados por CARE.
- A la fecha de esta calificación, si bien la crisis sanitaria ha tenido impacto en el mercado inmobiliario durante gran parte de 2020, el mercado parece haber mejorado en los últimos meses. Si bien la actividad económica, el empleo y los ingresos de los hogares se han resentido sensiblemente durante 2020, el antecedente directo de este Fideicomiso ha mantenido un adecuado desempeño, reduciendo la morosidad y manteniendo un alto nivel de adjudicación de unidades. Esto demuestra la resiliencia del modelo de negocios, en especial para el "Producto Ladrillo" (Fideicomitente B).
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, se confirma la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda en este segmento socioeconómico. En este sentido la nueva Administración de Gobierno aprobó un nuevo régimen de alquileres más flexible con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso a la vivienda. No obstante, la posibilidad de que estos mecanismos sean sometidos a Referéndum en los próximos meses no puede ser descartada. Asimismo, se han eliminado los topes de alquiler y de precios de los proyectos de "Vivienda Promovida", así como también han ampliado los beneficios a proyectos inmobiliarios de gran porte.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, el derecho de los fideicomitentes B a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional pre-acordada y de los Fideicomitentes M2 de obtener una rentabilidad adecuada por sus aportes, eventualmente pudiendo acceder a una propiedad.

En definitiva, la nota sigue, entre otros criterios, las características de los productos ofrecidos y el cumplimiento de los objetivos de los tenedores de certificados de participación. Para esto, se incorporan varios análisis comparativos que permiten analizar en qué medida el plan de negocios previsto cumple los objetivos de ambos tipos de Fideicomitentes.

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

El comité de calificación estuvo integrado por el Ec. Santiago Rego, el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve.

La vigencia de la calificación es 30/04/22¹.

2. Antecedentes generales y características del negocio

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

¹. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

Cuotas Espera o Cuotas Tenencia², las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)³ o una paramétrica incluida en el prospecto que también reproduce la evolución del costo de la construcción. Entre estos se distinguen cuatro tipos: el Fideicomitente B que integra cuotas al fideicomiso y adquiere los certificados de participación; el Fideicomitente B Beneficiado, que es el que ha resultado ganador en los actos de asignación de unidades y aún no tiene la tenencia del bien; Fideicomitente B Simple Tenedor, que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido; y el Fideicomitente B Adjudicado, a quien se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.

- Por otro lado, los llamados Fideicomitentes M2 integrarán dinero al fideicomiso adquiriendo Certificados de Participación que dan derecho sobre una cantidad determinada de metros cuadrados de una Unidad de Referencia también estrictamente definida. El mínimo a invertir es el equivalente a medio metro cuadrado del costo de la unidad, ampliando la base de potenciales inversores con mínimos reducidos. Su retorno dependerá directamente del resultado final de la enajenación de la unidad elegida, pudiendo, bajo algunas circunstancias, volverse propietarios de la unidad de referencia. Este tipo de Fideicomitente tiene un claro perfil inversor, buscando cierta rentabilidad sobre sus aportes.
- La Administración está a cargo de Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A, una compañía con amplia experiencia en este tipo de operaciones en el mercado local, contando con un antecedente directo en el Fideicomiso Campiglia & Pilay I. Es importante destacar que tanto la estructura jurídica como el modelo de negocios han funcionado correctamente, cumpliendo con los objetivos previstos y siendo calificados con grado inversor por parte de CARE. A su vez, el modelo de negocios ha sorteado con relativo éxito el contexto de crisis sanitaria, manteniendo altos niveles de adhesión y reduciendo la morosidad. También es de orden señalar que el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, por su propia estructura de plan de aportes a 20 años (240 aportes) ha dejado de comercializar contratos nuevos en 2019, lo que generó la necesidad de la creación de este nuevo Fideicomiso.
- El instrumento ofrecido por M2 Pilay Uruguay, incorpora, a diferencia de su antecedente directo, una porción sustancial de unidades de un ambiente. Esto permite extender significativamente el público potencial del Fideicomiso, tanto en sus opciones B como M2, a través de menores costos de acceso. Si bien este es un segmento de mercado que aún no ha sido testeado por instrumentos de estas características, como se muestra más adelante, esta forma de acceso a la vivienda mantiene el atractivo de acceso en comparación al préstamo hipotecario, considerando los supuestos incluidos en el Plan de Negocios de M2 Pilay Uruguay.

². La obligación de abonar la Cuota Espera o Cuota Tenencia depende de la tenencia o no de una unidad habitacional por parte del individuo de acuerdo a las condiciones estipuladas en el contrato. Adicionalmente se puede optar por un pack de mejoras de equipamiento para el inmueble que es abonado a través de un incremento marginal sobre las doscientas cuarenta (240) cuotas a pagar por el fideicomitente.

³. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

3. Información analizada⁴

- Prospecto de Emisión Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY.
- Contrato del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY
- Contrato de Entidad Representante entre Pilay AFISA y BEVSA
- Memorándum de entendimiento entre Pilay AFISA y Banco Santander S.A.
- Modelo de Desarrollo Financiero Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY
- Informe sectorial del mercado Inmobiliario a marzo del 2021 elaborado por Briq Analytics y Research Uruguay.
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay.
- Informe Sectorial - Mercado de Vivienda (mar.21). Realizado por M. Sader y S. Calvette.

⁴. CARE aún debe recibir la documentación definitiva a confeccionarse antes de la emisión

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY

Fiduciario: Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A

Entidad

Representante: Bolsa Electrónica de Valores - BEVSA

Títulos emitidos

y a emitirse: Certificados de participación.

Activos del

Fideicomiso: Son activos del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes M²; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados.

Moneda de

los CP: Pesos uruguayos.

Importe de

la Emisión: Certificados de Participación para los Fideicomitentes M² por hasta \$33.365.455.200 y hasta \$ 35.494.124.714 reajustables los Certificados de Participación Fideicomitentes B.

Calificación de Riesgo (de ambos certificados de participación):

BBB.uy Grado inversor mínimo

2. El análisis jurídico

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

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

del Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I y, por tanto, se encuentra validada tanto por el Banco Central del Uruguay como por el Tribunal de lo Contencioso Administrativo. En este sentido, no existen objeciones del punto de vista de la estructura jurídica elegida, tanto en sede administrativa (regulador) como en el ámbito jurisdiccional.

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

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

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

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

Por todo lo anterior, el informe jurídico concluye que:

“Puede afirmarse que la estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad que el Fideicomiso Financiero se propone realizar. Dicho lo anterior, corresponde que el BCU se expida sobre el Fideicomiso bajo análisis, y en caso de no tener observaciones o ser las mismas subsanadas, inscriba al Fideicomiso en su Registro de Emisiones y Valores de oferta pública, previo a la inscripción del Fideicomiso Financiero en el Registro Público correspondiente.”

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN.

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

Estos son: Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. (Pilay AFISA) en calidad de administradora fiduciaria y emisora y Álvaro Héctor Piña como Fideicomitente B inicial, quien además cumple el rol de Proyectista. El rol de Entidad Representante está a cargo de la Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA). En el caso de esta última, dada su reconocida trayectoria en plaza y el rol específico asignado en esta operación hacen innecesario tal análisis.

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

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

La Fiduciaria, es persona jurídica hábil y vigente, con estatutos aprobados por Auditoría Interna de la Nación el 3/5/07, protocolizados el 10/5/07 con el N° 11924. Por Acta de Asamblea de fecha 10/8/09 se resolvió la modificación del estatuto de la referida sociedad, reformando su razón social a la actual, lo que aprobara la Auditoría Interna de la Nación el 23/2/10.

Según surge de sus estatutos la representación de la sociedad la ejerce el Presidente o Vicepresidente indistintamente o dos directores actuando conjuntamente. Según acta de fecha 2/3/20 se designó a Javier Agustín Vigo Gasparotti como Presidente del Directorio, cuyo cargo se encuentra actualmente vigente. Integran, además el directorio de la firma, Ma. De Los Angeles Dichino Trento, como Vicepresidente; Ma. Gabriela Añón, Mario Florencio Vigo Leguizamón y Javier Vigo Leguizamón.

Antecedentes

Pilay Uruguay AFISA comercializa en Uruguay el denominado Sistema Pilay creado por la empresa Pilay S.A en la ciudad de Santa Fe, Argentina, en 1985. Consolidada la plaza de Santa Fe en 1988 el Sistema Pilay fue lanzado en la ciudad de Rosario mediante una alianza estratégica con Bauen Arquitectura SRL, una empresa constructora local de reconocido prestigio. En 2006, Pilay S.A. celebró con Grif S.A., empresa integrante del prestigioso Grupo Regam, una unión transitoria de empresas para el desarrollo del producto en la Provincia de Córdoba.

En Argentina, el Sistema Pilay ha dado satisfacción a más de 30 mil clientes distribuidos entre Rosario, Santa Fe, Córdoba y Paraná.

En setiembre de 2009 los accionistas de Pilay S.A. deciden exportar su sistema a Uruguay realizando, tal cual su modo de operar fuera de su lugar de origen, una alianza estratégica con Campiglia Construcciones, grupo constructor de larga trayectoria y sólida reputación en el país. En este caso se utiliza como vehículo para el desarrollo de la operatoria un fideicomiso financiero y para administrarlo se constituye la firma Pilay Uruguay AFISA.

Es decir, la firma se propuso hacer en Uruguay lo que Pilay S.A. viene haciendo desde hace más de 35 años en Argentina solo que a escala menor obviamente.

En Paraguay el Sistema Pilay es desarrollado de manera independiente por la firma Vivabien S.A. cuyos únicos accionistas son el Lic. Javier Agustín Vígo Gasparotti y el Dr. Javier Vígo Leguizamón.

Parte de los accionistas de Pilay S.A son accionistas de Pilay Uruguay AFISA teniendo al Dr. Javier Vígo Leguizamón como la figura clave en ambas sociedades. Integra los dos directorios; es uno de sus principales accionistas y fue quien diseñó las bases jurídicas del Sistema Pilay y teniendo ha tenido una activa participación en el trazado de las estrategias de marketing y comercialización.

Los grupos accionistas de ambas empresas (Pilay S.A y Pilay Uruguay AFISA) son prácticamente idénticos teniendo al Dr. Javier Vígo Leguizamón como la figura clave en ambas sociedades. Integra los dos directorios; es uno de sus principales accionistas y fue quien diseñó las bases jurídicas del Sistema Pilay y ha tenido una activa participación en el trazado de las estrategias de marketing y comercialización.

Ello ha permitido transferir a Pilay Uruguay AFISA una experiencia de muchos años en esta forma de operar. A partir de 2011 entonces, Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. administra el Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I que, a principios de 2021, llevaba construidos 339 departamentos, por un valor equivalente a USD 55 millones y una cartera total de más de 2.400 contratos, siendo éste el antecedente más relevante. En efecto, esta operación ha sido también calificada por CARE y en los 10 años de actividad que lleva en el país ha demostrado la solidez del producto ofrecido, mereciendo la calificación de grado inversor.

Situación económica y financiera

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

Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial

En miles de \$	31-dic.-20	31-dic.-19	31-dic.-18
Activo	33.457	42.120	36.873
Activo Corriente	9.394	21.540	18.890
Activo no Corriente	24.063	20.581	17.984
Pasivo	1.818	1.773	2.534
Pasivo Corriente	834	875	1.706
Pasivo no Corriente	984	898	828
Patrimonio	31.639	40.347	34.339
Total Pasivo y Patrimonio	33.457	42.120	36.873
Razón Corriente	11,26	24,62	11,07

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados

En miles de \$	31-dic.-20	31-dic.-19	31-dic.-18
Ingresos de actividades	19.306	22.731	24.098
Resultado Bruto	19.306	22.731	24.098
Gastos de adm y ventas	(2.732)	(2.666)	(2.933)
Resultados diversos	(3.962)	(2.019)	(1.694)
Resultados de inv. y financ.	2.902	2.182	2.176
Res. Antes de impuestos	15.514	20.229	21.646
Impuesto a la renta	(4.222)	(5.221)	(5.565)
Resultado Neto	11.292	15.008	16.081

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

El patrimonio de la sociedad está conformado básicamente por el capital integrado por los accionistas y los resultados acumulados los que han sido crecientes conforme se desarrolla el fideicomiso bajo su administración. Se desprende que Pilay Afisa mantiene una sólida posición, tanto en solvencia como en liquidez.

Como conclusión, no se encuentran objeciones a la capacidad de la firma fiduciaria para administrar la operación que nos ocupa; destacando además, que se trata de una fiduciaria nacida con la vocación exclusiva de administrar el producto Pilay y sus variantes, como en este caso. Si bien cumple con los requisitos exigidos por el regulador en Uruguay y por lo tanto está habilitada para administrar cualquier fideicomiso, hasta ahora se ha dedicado exclusivamente a hacerlo con este producto lo que la convierte en una firma altamente especializada y exclusiva.

2. El Proyectista

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

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

demostrando su compromiso con el mismo y será el primer Fideicomitente B del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay dando nacimiento al mismo. Es decir, sus antecedentes relevantes están totalmente asociados al desempeño, hasta ahora exitoso, del fideicomiso antecesor del que nos ocupa en esta oportunidad. A su vez, se encuentra directamente vinculada a la creación del fideicomiso que aquí se califica.

En conclusión, no se advierten riesgos en el rol asignado al proyectista.

3. Información sobre el Fideicomiso

En primer lugar se destaca que se trata de una estructura que, en términos sustanciales, replica la del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I, cuya legalidad y estructura ya fue validada por el regulador. En este caso, el Fideicomiso se plantea la emisión, en régimen de oferta pública, de dos tipos de Certificados de Participación.

- a) El primero de ellos, identificado como "Producto Ladrillo", es totalmente análogo al producto ofrecido en el Fideicomiso antecesor. Tiene un tope de \$35.5 mil millones y contempla 11 tramos que identifican distintos derechos y obligaciones del inversor, los que están debidamente descritos en el Prospecto Informativo. Los titulares de estos títulos se denominan "Fideicomitentes B".
- b) El otro tipo de título a emitir es el llamado "Producto M2" (ampliamente descrito en la Sección IV del presente informe). Estos tendrán un tope de \$33.4 mil millones. Este producto es una novedad respecto a la primera operación llevada adelante por Pilay Uruguay AFISA lo que mereció un análisis específico desde el punto de vista jurídico (ver informe jurídico que acompaña esta calificación) llegándose a la conclusión que se trata de una variante dentro de un mismo producto y, en consecuencia, amparado en su legalidad tal como surge del informe citado. Los titulares de estos títulos se denominan "Fideicomitentes M2".

Importa señalar que la nota asignada por el Comité de Calificación comprende por igual a los dos productos señalados más arriba

El otro aspecto a destacar es la creación de un Comité de Vigilancia que fortalece el sistema de gobernanza de la operación, siguiendo las buenas prácticas en la materia, en especial en lo que refiere al control del endeudamiento.

Riesgos considerados:

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

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

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

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

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

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) así como contar con 10 años de funcionamiento en el país, y un proyectista con probada trayectoria así como renombre en la plaza uruguaya. Las disposiciones de gobierno corporativo, así como las auditorías periódicas que dan cuenta del avance de las obras y de la marcha del proyecto en general contribuyen en el mismo sentido.

IV EL ACTIVO SUBYACENTE

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

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

Por una parte, el primero permite acceder a un apartamento luego del pago de una (1) cuota suscripción y doscientos cuarenta (240) cuotas mensuales llamadas Cuotas Espera o Cuotas Tenencia⁵, las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)⁶ o una paramétrica incluida en el prospecto que también reproduce la evolución del costo de la construcción. Las unidades serán otorgadas a cada aportante de acuerdo con un sistema de puntaje o de adelantos dinerarios realizados por cada uno de ellos, ambos mecanismos exhaustivamente descritos en el Prospecto de Emisión.

Por otra parte, el producto M2 permite invertir en el Fideicomiso como forma de obtener una rentabilidad que será variable dependiendo el destino de los inmuebles. Para ello, a través de Certificados de Participación, el inversor adquiere una determinada cantidad de metros cuadrados de una unidad de referencia a precio de costo para luego obtener una rentabilidad al momento de enajenación del inmueble. Adicionalmente, el Fideicomitente que adquiera este tipo de participación (Producto M2) cuenta con la opción de solicitar el inmueble para uso propio para lo cual deberá cumplir con las mismas obligaciones que los Fideicomitentes B deben satisfacer. Es importante notar que estas alternativas dependen del Fiduciario y se detallan en el Contrato del Fideicomiso.

Dado lo anterior, es importante resaltar que el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay no asume un compromiso sobre la rentabilidad de los aportes de los Fideicomitentes, sino que tiene como objetivo principal proveer una vivienda de determinadas características o generar una rentabilidad a los Fideicomitentes M2. Por lo tanto, con el objetivo de analizar económicamente el producto ofrecido por el Fideicomiso, CARE realizó dos análisis complementarios que abordan el atractivo del FF desde diferentes perspectivas y a través de diferentes metodologías. Estas buscan comparar el producto ofrecido por el Fideicomiso con otras alternativas para aquellos fideicomitentes que potencialmente podrían demandar este por motivo consumo (Fideicomitente B) o inversión (Fideicomitente M2).

De esta forma, para los primeros se estima y compara el costo de acceso a la unidad habitacional a través del sistema del FF M2 Pilay Uruguay con la alternativa de hacerlo a través de un crédito hipotecario. En cuanto a los segundos (Producto M2), se estima y compara la Tasa Interna de Retorno esperada de la inversión en el FF con respecto al costo de oportunidad del capital y con aquella rentabilidad obtenible en inversiones alternativas -particularmente financieras- que sirvan a modo de comparación general. Esto tiene como objetivo evaluar el atractivo del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay a la luz del costo de oportunidad de la inversión. En la sección 2 y 3, se presentan los resultados de estos análisis.

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

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

Previo al análisis de las alternativas bajo los distintos enfoques, es relevante destacar algunos elementos vinculados al Producto bajo análisis. Por un lado, este tiene una naturaleza diferente a otros Fideicomisos inmobiliarios, en tanto, una parte de los fideicomitentes adhieren con el objetivo de obtener una vivienda cumpliendo con los procesos estipulados y abonando las cuotas correspondientes. En este sentido, está previsto que los Fideicomitentes B puedan vender sus participaciones, mitigando potenciales riesgos de mora o impago de cara al Fideicomiso Financiero y permitiendo una salida al Fideicomitente ante situaciones inesperadas. Del lado del Producto M2, si bien la rentabilidad estaría sujeta a la adjudicación de las unidades a Fideicomitentes B (u otros M2), en caso de no concretarse este proceso existen algunos elementos alternativos como la propia compra por parte del Fideicomitente M2 o la posibilidad de enajenar o arrendar la unidad a un tercero sin previa participación en el Fideicomiso. Es importante notar que la existencia del Producto M2 está estrechamente vinculada a la demanda del Producto Ladrillo, en tanto los Fideicomitentes M2 adhieren a una unidad de referencia preestablecida cuyos destinos alternativos se especifican en el prospecto y se detallan en esta calificación.

Antes de ingresar en el análisis comparativo del Fideicomiso Financiero en relación con la demanda por consumo y la demanda por inversión, es importante realizar algunas puntualizaciones. En primer lugar, como se comentó previamente, el objetivo y estructuras propuestas guardan estrecha relación con el Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I, que ha mostrado un buen desempeño en relación con sus objetivos y ha sido evaluado con grado inversor por parte de CARE. Esto implica una fortaleza en tanto se ha validado exitosamente el modelo de negocios en el mercado. Sin embargo, el producto aquí propuesto está orientado a la construcción de viviendas de hasta dos dormitorios, con más del 70% de las unidades a construir previstas como monoambientes. Esto implica un cambio respecto al FF Campiglia Pilay I que concentraba su oferta en unidades de uno y dos dormitorios. Si bien la inclusión de monoambientes aumenta significativamente el potencial público objetivo en términos de ingresos y asequibilidad, este segmento aún no ha sido testeado con este tipo de producto en el mercado. Esto último podría suponer ciertos riesgos por el lado de la demanda, en particular considerando las preferencias actuales del mercado de vivienda. Esto es abordado en la sección siguiente y en el Capítulo 5.

Por otro lado, respecto al desarrollo del Fideicomiso Financiero, el Plan de Negocios y desarrollo financiero prevé alcanzar 2.700 adherentes al FF como Fideicomitentes B de los cuales dos tercios lo harían por la opción Monoambiente a los cinco años de iniciada la operación. Al mismo tiempo, se prevé construir 467 unidades, repartidas entre apartamentos de un ambiente (340 unidades), un dormitorio (89 unidades) y dos dormitorios (38 unidades). Del lado de las adhesiones, el desarrollo financiero plantea adherir 45 fideicomitentes por mes. Este ritmo de adhesión es similar al del FF Campiglia Pilay I en los últimos meses, aunque no es posible extrapolar esta iniciativa en tanto el público objetivo es diferente: mientras que las adhesiones a Pilay I eran para unidades habitacionales de uno y dos dormitorios, en el caso del FF M2 Pilay Uruguay se prevé adherir solamente 15 unidades por mes con estas características, siendo el resto circunscripto a unidades de un ambiente.

2. Demanda por consumo: comparación con crédito hipotecario

Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso para hacerse de una vivienda con destino consumo (Fideicomitente B), se estima el Valor Presente Neto de los pagos a realizarse por el suscriptor -considerando las diferencias existentes para la opción de uno o dos dormitorios y de un ambiente- y este se compara con el Valor Presente Neto de los pagos asociados a la alternativa de solicitar un préstamo hipotecario para obtener una vivienda. La relevancia de esta comparación se encuentra en que ambas se tratan de opciones de financiamiento sustitutas con características similares: el individuo hace entregas periódicas previamente establecidas con una tasa de interés implícita en el caso del FF M2 Pilay Uruguay o explícita para el préstamo bancario.

Previo a proceder con la comparación, es importante realizar algunas consideraciones. En primer lugar, el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay implica que el fideicomitente pueda obtener la tenencia del inmueble en distintos momentos del tiempo, afectando el flujo de pagos del usuario en tanto supone el pago de la cuota de tenencia en detrimento de la cuota de espera. Para simplificar el análisis, se calcula el Valor Presente Neto esperado asumiendo que el individuo tiene la misma probabilidad de recibir la tenencia del inmueble a los 5, 10, 15 y 20 años.

En segundo lugar, sobre la opción del crédito hipotecario, se debe tener presente que el ingreso líquido requerido como contraparte muchas veces es tan elevado que no permite a esta opción ser competitiva⁷. Este requerimiento se vuelve cada vez más importante cuanto menor sea el plazo solicitado para el financiamiento y cuanto mayor sea el valor a financiar, el cual depende del valor del inmueble y de los ahorros previos del prestatario. De esta forma, si bien el crédito hipotecario con un plazo a 5 o 10 años podría suponer una opción más atractiva que el producto ofrecido por el FF, las exigencias para poder acceder al mismo lo vuelven una opción inalcanzable para una porción muy importante del público objetivo. En efecto, los ingresos líquidos mínimos requeridos para acceder a un crédito hipotecario con un plazo a 10 años que financie la adquisición de una unidad habitacional asimilable a aquellas ofrecidas por el fideicomiso asciende a \$131.000, \$160.000 y \$225.000 para la opción de un ambiente, un dormitorio y dos dormitorios, respectivamente. A modo de referencia, de acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares, durante el último año sólo el 14% de los hogares contaba con ingresos líquidos⁸ superiores a \$131.000 a precios de abril de este año. Se entiende que este público, además, no constituye el grueso del público objetivo al cual apunta el Producto Ladrillo.

Teniendo esto presente, en lo que sigue se hará hincapié en la comparación entre el costo de financiamiento de adquirir una unidad habitacional a través del FF M2 Pilay Uruguay con el costo asociado a un crédito hipotecario a un plazo de 15 o 20 años⁹.

⁷. En particular en un contexto de suba del tipo de cambio y deterioro de los ingresos de los hogares por deterioro tanto del empleo como de los salarios reales.

⁸. Considerando los ingresos con valor locativo. En caso de considerar los ingresos sin valor locativo, durante el último año sólo el 10% de los hogares registraron ingresos mayores a UYU 131.000 a precios de abril de este año.

⁹. Debe tenerse presente que incluso estas opciones podrían presentar importantes restricciones de acceso en tanto el ingreso líquido mínimo requerido para un crédito hipotecario con un plazo a 20 años asciende aproximadamente a UYU 88.000, UYU 108.000 y UYU 152.000 para la opción de un ambiente, un dormitorio y dos dormitorios, respectivamente.

Cuadro 3 - Comparación del M2 Pilay vs. Crédito Hipotecario

	Valor Presente Neto*		
	Pilay II	BHU**	
		Promedio	15 años
Un dormitorio	7.125.058	7.154.840	8.538.434
Dos dormitorios	9.644.283	10.048.070	11.991.155
Monoambiente	4.886.112	5.834.938	6.963.291

* Tasa de interés de descuento: 6% anual

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

Fuente: Elaborado por CARE

Como se aprecia en el cuadro precedente, la opción del FF M² PILAY URUGUAY resulta más ventajosa en términos de Valor Presente Neto (menor VPN) que solicitar un crédito bancario con un plazo de 15 o 20 años para cualquiera de las tipologías constructivas ofrecidas por el FF.

De todas formas, debe tenerse presente que el cálculo del Valor Presente Neto dependerá del costo de las cuotas a pagar en cada alternativa y su evolución en el futuro: mientras que la cuota del FF dependerá de cómo evolucione el Índice de Costos de la Construcción o la paramétrica definida en el prospecto de emisión, para el crédito hipotecario está dependerá de la evolución del Índice de Precios al Consumidor, lo cual está implícito en los resultados anteriores.

Por último, se debe mencionar que más allá de las diferentes “rentabilidades” en términos de acceso a la vivienda, ambas alternativas analizadas tienen sus ventajas y desventajas. Por una parte, por medio del financiamiento bancario, el individuo tiene la libertad de adquirir cualquier vivienda en el entorno del precio supuesto y que sea apta para una hipoteca, al tiempo que recibe la unidad adquirida en el momento de la compraventa. En oposición, a través del Fideicomiso adquiere una unidad de determinadas características y la adquisición de la tenencia del inmueble dependerá de las modalidades y plazos de adjudicación preestablecidos en el prospecto de emisión. Complementariamente, el individuo que accede al Fideicomiso no tiene que ser sujeto de crédito y no deberá afrontar los costos asociados a la financiación de un crédito (hipoteca, seguro de vida, cuenta bancaria, etc.), pudiendo acceder a una vivienda sin contar con ahorros previos. Esto último suele ser una restricción relevante para los hogares.

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

Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso como alternativa de inversión (Fideicomitente M2) se estima una Tasa Interna de Retorno para el producto ofrecido por el FF, comparándola con el costo de oportunidad del capital y con aquella rentabilidad obtenible en inversiones alternativas.

a. Tasa Interna de Retorno esperada

Previo al cálculo de la Tasa Interna de Retorno se deben realizar algunas consideraciones respecto al Producto M² ofrecido por el FF. En primer lugar, el retorno del inversor dependerá del método de enajenación de la unidad habitacional de referencia en la cual el inversor haya decidido invertir (a través

de la compra de determinada cantidad de metros cuadrados en la tipología de construcción de preferencia). En concreto, el prospecto de emisión enumera dos métodos de enajenación: uno donde la unidad habitacional es adquirida por un Fideicomitente B u otro Fideicomitente M2 y otro donde esta es adquirida por un tercero que previamente no contaba con participación en el FF (venta o alquiler). Debe tenerse presente que la ocurrencia del segundo método de enajenación estará sujeto a la imposibilidad de que el FF logre enajenar el inmueble bajo la primera opción.

Por un lado, en la primera de estas alternativas el Fideicomitente M2 recibirá el monto invertido en la correspondiente unidad habitacional ajustado por la suma de la evolución del Índice de Costos de la Construcción¹⁰. Bajo este método de enajenación, la rentabilidad anual en pesos del Fideicomitente M2 alcanzaría a 8,6% (3,5% anual en dólares) para todas las tipologías de construcción predefinidas. Es de notar que se asume para los próximos años que el ICC no crece al mismo ritmo que en los últimos 10 años producto del enlentecimiento previsto en el crecimiento de los salarios, por lo que podría constituir un escenario de rentabilidad que puede ser evaluado como conservador a la luz del desempeño histórico. En el caso que el ICC creciera al promedio de los últimos 10 años, la TIR anual en pesos estimada alcanzaría aproximadamente 10,3%.

Gráficos 1 y 2 – Evolución ICC observado e ICC construido a través de una combinación de IMS y USD y Variación Interanual del IPC e ICC



Fuente: CARE

¹⁰. O la correspondiente paramétrica definida en el prospecto de emisión.

Por otro lado, en la segunda alternativa de enajenación el Fideicomitente M2 original recibirá una rentabilidad que será sensible a las condiciones de venta que el FF pacte con el correspondiente tercero por la unidad habitacional de referencia¹¹. Si bien resulta complejo abordar este escenario, en lo que sigue se presentan estimaciones que asumen que la venta de la unidad habitacional se produce al momento de finalizar la construcción del inmueble, es decir, aproximadamente unos tres años después del inicio de obras.

Con esto, se estima que la Tasa Interna de Retorno anual en pesos oscilaría entre 7,9% y 9,5% (entre 2,8% y 4,4% anual en dólares) para las distintas opciones constructivas.

Es importante señalar que el criterio de asumir que la unidad se enajena a un tercero a los 3 años, una vez concluida la obra, constituye un supuesto que penaliza la rentabilidad. En tanto la unidad se valorice en línea con el PIB tendencial, cada año adicional incrementa la rentabilidad esperada para el inversor.

Debe notarse que todas las estimaciones realizadas en el apartado asumen que el Índice de Costo de la Construcción evoluciona en línea con una combinación de salarios y dólar. Para los salarios se asume una evolución similar al PIB tendencial, en tanto el dólar nominal evoluciona en línea con el equilibrio externo (manteniendo el TCR constante, en un escenario de inflación internacional de 2% y local de 7%). Análogamente, se supone que los inmuebles tienen una valorización anual en pesos constantes de 2,5%, en línea con la evolución de largo plazo del PIB tendencial.

En tanto la evolución del Índice de Costo de Construcción utilizada para las estimaciones precedentes se construye en línea con el comportamiento previsto en un horizonte de largo plazo para distintas variables macroeconómicas, es importante realizar algunas consideraciones puntuales respecto a esta. Por un lado, debe tenerse presente que la evolución del Índice de Costo de Construcción utilizado para las estimaciones es menor al evidenciado en el promedio de los últimos 10 años. Por otro lado, a pesar de que la evolución utilizada pretende capturar de alguna manera la dinámica de la economía en el futuro, también debe tenerse presente que esta podría diferir de la evolución efectivamente observada en el corto plazo, en particular considerando que las variables utilizadas en la estimación podrían no comportarse de acuerdo su dinámica de largo plazo durante un lapso de tiempo más acotado.

¹¹. Estas condiciones estarán parcialmente determinadas por la interacción entre dos factores cuya incidencia sobre el valor del inmueble es contrapuesta: la apreciación asociada a la evolución de largo plazo de los inmuebles en línea con el PIB tendencial de la economía y la depreciación asociada a la eventual dificultad para desprenderse del inmueble. En última instancia, es posible conjeturar que la imposibilidad de desprenderse del inmueble limite la ganancia asociada a la valorización del inmueble en el largo plazo.

¹². A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

b. Costo de Oportunidad del Capital

Es posible realizar un ejercicio de benchmarking de la tasa de retorno esperada con el objetivo de medir el atractivo del proyecto. Para esto se utiliza el modelo de valuación Capital Asset Pricing Model (CAPM) en el cual, siguiendo a Damodaran¹², se adiciona una prima de riesgo que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto, en este caso el mercado inmobiliario/real estate. En consecuencia, para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

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

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado¹³

r_f : tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

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

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds de la Reserva Federal de EE.UU. En este caso se considera la tasa de las T-bonds a 10 años y se opta por el promedio de los últimos 10 años. En el periodo considerado, este rendimiento se ubicó en 2,15% anual. Complementariamente, la tasa libre de riesgo a 3 años, siguiendo la misma lógica anterior se estima en 1,08% anual. Se estima esta tasa a tres años en tanto los ejercicios de simulación del Producto M2 asumen un plazo similar.

Debe considerarse que al momento actual los rendimientos de los títulos de deuda de EE.UU se encuentran por debajo de los niveles comentados en el párrafo anterior. En este sentido, es de esperar que mientras se mantengan los efectos económicos del COVID-19 y la consiguiente expansión monetaria e incremento del crédito las tasas de interés se mantendrán bajas, por lo que el supuesto utilizado luce conservador y busca penalizar al proyecto en la comparación de su rentabilidad.

En el caso del Equity Risk Premium se sigue a Damodaran que parte del equity risk de EE.UU y lo corrige por los riesgos inherentes a Uruguay (soberano y de renta variable). Por tanto, el ERP de Uruguay ya incluye el riesgo país y asciende a 6,56% en su última estimación de enero del corriente año. El parámetro "beta unlevered" de Damodaran, para enero de 2021 se ubica en 0,64¹⁴, lo que indica que la inversión en el desarrollo de real estate tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 6,4% anual en dólares para un plazo de 10 años y en 5,3% para un plazo de 3 años similar a la esperada para el Producto M2. Estas tasas se encuentran por encima de la TIR estimada para el Producto M2 ofrecido por el FF.

De todas formas, es importante señalar que esta comparación no debe ser considerada en sentido estricto, aunque sirve a modo de comparación para tener una referencia que permita conformar un juicio acerca de la inversión. En lo que sigue, se realiza una comparación con otros activos financieros a modo de analizar costos de oportunidad para el inversor en el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay con respecto a inversiones alternativas.

c. Inversiones alternativas

Como forma de analizar las alternativas, el siguiente cuadro presenta el rendimiento anual promedio de diferentes opciones de inversiones financieras en los últimos cinco y diez años. Estas permiten aproximar de forma indicativa y parcial los rendimientos de otros tipos de inversiones que eventualmente compiten en el mercado. Es importante destacar que se incluye solo una

¹³. Se consideraron los betas promedio de empresas de real estate de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaran.

¹⁴. Beta unlevered Real Estate (General/diversified)

muestra y que las listadas ofrecen un balance riesgo/retorno distinto, cubriendo un menú de alternativas amplio. En particular, se consideran opciones asociadas a renta fija y variable en Mercados Emergentes, América Latina y Uruguay.

Cuadro 4 - Rendimiento de inversiones financieras alternativas

	Rend. anual en últimos años	
	5 años	10 años
iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF	6,7%	5,6%
MFS Emerging Markets Debt Fund	7,0%	5,7%
Bono Global de Uruguay a 10 años	3,8%	4,1%
MSCI EM Latin America IMI	4,4%	-4,0%

Fuente: CARE

De esta forma, como se desprende del cuadro, la comparación entre el Fideicomiso y las diferentes alternativas de inversión seleccionadas muestra que el Producto M2 ofrecido por el FF permite obtener una rentabilidad anual que se encontraría por debajo o en línea de las últimas cuando se considera el rendimiento de los últimos cinco años. Al considerar un periodo más amplio, los últimos diez años, la rentabilidad del FF se encontraría por debajo de la mediana de rentabilidad de las alternativas seleccionadas, únicamente por encima de la rentabilidad observada en el MSCI EM Latin America IMI.

Para el caso en que el inmueble sea adquirido por un tercero sin previa participación en el FF, la rentabilidad estimada para el producto del FF difiere dependiendo de la tipología de construcción seleccionada. En este sentido, la rentabilidad asociada a la inversión en una unidad habitacional de un ambiente se ubicaría en la mediana de las rentabilidades de las inversiones seleccionadas en los últimos cinco y diez años, al tiempo que la rentabilidad asociada a la opción de dos dormitorios se encontraría ligeramente por debajo de ésta en ambos periodos de tiempo. En otras palabras, esta última se encontraría por encima de la rentabilidad asociada al Bono Global de Uruguay a 10 años y al MSCI EM Latin American IMI para los últimos 5 y 10 años, respectivamente.

Como nota adicional, debe tenerse presente que la inversión en el Fideicomiso o en un instrumento financiero alternativo tienen sus respectivas ventajas y desventajas. Por un lado, las opciones financieras manejadas son sensiblemente más líquidas que el producto del Fideicomiso. Por otro lado, el Fideicomiso invierte en bienes tangibles atados al desempeño del mercado inmobiliario mientras que las inversiones alternativas consideradas generalmente invierten en productos financieros intangibles con riesgos diversos. A su vez, es importante destacar que el Producto M2 permite ingresar con montos reducidos, siendo el mínimo requerido el costo de medio metro cuadrado en la unidad de referencia seleccionada (aprox USD 900).

En definitiva, la rentabilidad estimada para el Producto M2 en el caso de la enajenación del inmueble a un Fideicomitente B o M2 se encontraría en la mediana de otras alternativas de inversión. En última instancia, la decisión de inversión podrá depender de cómo valore cada inversor particular cada una de las desventajas y ventajas que las alternativas ofrecen, así como sus correspondientes niveles de riesgo implícitos. En este sentido, en el Sistema Pilay se trata de una inversión financiera relacionada al desempeño del

mercado inmobiliario, pudiendo incluso ser un vehículo a la adquisición de una vivienda, en tanto la comparación se realiza con instrumentos financieros.

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 de acuerdo con lo previsto. Considerando la aceptación del Producto anterior, los plazos, las adhesiones esperadas y las características de este Fideicomiso, se considera que *existe un riesgo medio/bajo*.

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en moneda nacional y se establece un adecuado ajuste de las cuotas en función del ICC o paramétrica establecida en los contratos. No obstante, parte del costo de construcción (cercano al 30%) 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. A su vez, la rentabilidad esperada del Producto M2 vinculada a esta misma unidad, permite moderar este riesgo. *Riesgo bajo*.

V. EL ENTORNO

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

No obstante, lo anterior, se debe señalar que la particularidad del negocio de FF M2 Pilay Uruguay reduce la relevancia del desempeño del mercado inmobiliario de vivienda como determinante del cumplimiento de las obligaciones del Fideicomiso Financiero debido a que estas suponen la entrega de una unidad habitacional de las características establecidas en el correspondiente contrato a cada inversor para su tenencia y ulterior propiedad.

En cuanto a las fuentes de información para la elaboración de esta calificación, CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadoradora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público.

Los documentos utilizados fueron:

- Research Uruguay; *“La demanda en el mercado inmobiliario”*; febrero de 2021. Investigación periódica que realiza Research Uruguay contratada por CARE, con el objetivo de analizar la demanda en el mercado inmobiliario. Desde el punto de vista metodológico consiste en la realización de una encuesta entre las personas que buscan o buscaron viviendas en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- Briq Analytics; *“Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario”*; febrero de 2021.
- Ec. Mayid Sáder y Ec. Serrana Calvette; *“Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”*; marzo de 2021. Informe elaborado por los autores para CARE¹⁵.
- Uruguay XXI; *“Oportunidades de inversión en el mercado inmobiliario”*; diciembre de 2020.

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis de los mercados relevantes para FF M2 Pilay Uruguay. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario de vivienda.

¹⁵. Los trabajos pueden solicitarse en care@care.com.uy

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

La economía mundial enfrentó un shock negativo inédito durante el último año asociado a la pandemia desatada por el COVID-19. La irrupción del virus implicó el despliegue de importantes medidas de restricción a la movilidad de las personas para lograr enlentecer el ritmo de contagio del virus y limitar su propagación, cuya contracara fue un importante deterioro de la actividad económica con impactos asimétricos sobre los distintos sectores de actividad y sobre la población. A este respecto, el Fondo Monetario Internacional estima que la actividad económica mundial se contrajo 3,3% en 2020 y proyecta que ésta se recuperará a un ritmo anual de 6,0% en 2021, aunque de forma asimétrica entre países.

En respuesta a la profunda crisis económica, los gobiernos han desplegado políticas fiscales y monetarias extremadamente agresivas, que, no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que también han configurado un escenario financiero benigno para las economías emergentes. En este sentido, los elevados niveles de liquidez internacionales han derivado en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercanas a cero o incluso negativas- y un dólar que tiende a debilitarse a nivel mundial. Este escenario, que podría perdurar por varios años, implica un mayor flujo de liquidez a países emergentes.

Gráficos 3 y 4 – Dollar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas



Fuente: EconLly

De todas formas, en tanto la incertidumbre aún continúa siendo en extremo elevada, existen riesgos a la baja y al alza que podrían impactar sobre la trayectoria de la recuperación. Por un lado, la evolución del virus podría implicar nuevos brotes con impacto negativo en la actividad (ej. Europa). En paralelo, la vacunación podría limitar este riesgo o incluso acelerar el proceso de recuperación en algunos mercados. Por otro lado, el escenario de bajas tasas de interés no permite descartar escenarios de estrés financiero o incluso de generación de burbujas en algunos activos.

En línea con lo anterior, Uruguay no escapa a las consecuencias sanitarias y económicas de la pandemia. En este sentido, luego de que la actividad económica evidenciara una contracción de 5,9% en términos anuales durante el último año, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que esta se recupere a un ritmo anual de 2,7% y 2,5% para 2021 y 2022, respectivamente. Esto implica que el país recién alcanzaría los niveles de actividad previos a la pandemia durante 2023.

La irrupción de la pandemia obligó a las autoridades a desplegar medidas para mitigar el impacto adverso de la pandemia sobre los sectores de actividad y la población más afectada. En este sentido, el Gobierno dispuso de una serie de medidas de soporte fiscal que ascendieron a 1,3% del PIB, sumadas a un sistema de garantías crediticias que a marzo de 2021 garantiza préstamos por casi USD 700 millones. Asimismo, el Banco Central del Uruguay asumió una instancia expansiva de política monetaria¹⁶ para aliviar las restricciones en el mercado de dinero que podrían tensionar la cadena de pagos¹⁷, al tiempo que tomó medidas para estimular el crédito en moneda nacional.

A pesar de las medidas implementadas, la caída de la actividad tuvo su correlato en el mercado laboral donde el empleo se vio fuertemente deteriorado. Esto es incluso más importante si se considera que la pandemia impactó sobre un mercado laboral que había experimentado una evolución negativa durante los últimos cinco años. La caída del nivel de empleo implicó un deterioro en los ingresos de los hogares, fenómeno que se vio reforzado por la caída en el salario, tanto en términos reales como en dólares. No obstante, como se verá a continuación esto no ha tenido un impacto, hasta el momento, en los precios de los inmuebles a nivel agregado, aunque es posible que haya restado dinamismo a las compraventas, al menos durante parte del 2020.

2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.a. Evolución reciente y perspectivas

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

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

¹⁶. Se debe considerar que en septiembre el Banco Central del Uruguay decidió cambiar de instrumento para el manejo de la política monetaria, volviendo al instrumento tasa de interés. Este cambio tiene como objetivo dotar de mayor transparencia al manejo de la política monetaria, anclar las expectativas de los agentes, lograr que la inflación converja al rango meta y, en última instancia, ayudar a la desdolarización de la economía.

¹⁷. Las rebajas de tasas de interés se tradujeron en menores costos para el acceso al crédito en el mercado financiero doméstico.

alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2018) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece a partir de mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina.

i. Oferta de vivienda

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

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social) en 2011, introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos.

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

La merma de la construcción de torres económicas ha provocado una lenta recomposición de la oferta de vivienda para los sectores socioeconómicos que históricamente se financiaban con crédito del BHU. Dicho segmento de la demanda ha quedado mayormente desatendido y es de esperar que la nueva oferta se concentre en asistir el exceso de demanda existente en este nicho de mercado que evidencia un desajuste entre la oferta y la demanda. En tal sentido, la ANV ha promovido proyectos en el entorno de 18.000 viviendas, de las cuales alrededor de 11.000 han culminado las obras.

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

ii. Demanda por consumo e inversión

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

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

ii.i.i. Factores Sociales

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan cambios sustanciales en los próximos 25 años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios en los determinantes del crecimiento natural o un saldo migratorio positivo. Precisamente, en los últimos años Uruguay ha recibido un número importante de inmigrantes, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI¹⁸. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

A su vez, existen otros drivers propios de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son: **i)** el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y; **v)** la inseguridad. Todos estos elementos han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda y seguirán impactando en las preferencias de los hogares.

¹⁸ Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

Para cuantificar la demanda, se contrató los servicios de Research Uruguay. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: más del 70% de los entrevistados en la encuesta realizada, prefieren unidades que cuenten con 2 dormitorios o menos.



Fuente: Research Uruguay

Con respecto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda esté situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo. Adicionalmente, con respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores diferenciales a la hora de elección de una vivienda.

En este sentido, el FF M2 Pilay Uruguay atiende las modificaciones en la demanda de inmuebles por motivo de consumo al tratarse de unidades nuevas que se ajustan a los nuevos paradigmas sociales de la población. Sin embargo, su foco será el monoambiente mientras que la encuesta realizada por Research indica que casi la mitad de los hogares que buscaron vivienda en los últimos tres meses se inclinaron por unidades de 2 dormitorios. Igualmente, 75% de los hogares encuestados han buscado tipologías como las ofrecidas por el FF M2 Pilay Uruguay.

ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, está evidenciando una caída después de un aumento sostenido a partir de la crisis económica y financiera del 2002. Esta caída está explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a la irrupción de la pandemia. Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó mayormente en los primeros meses luego de la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. En particular, la propensión a comprar bienes durables presentó una pronunciada caída durante este periodo.

Gráfico 6 – Confianza del consumidor y de consumo en bienes durables

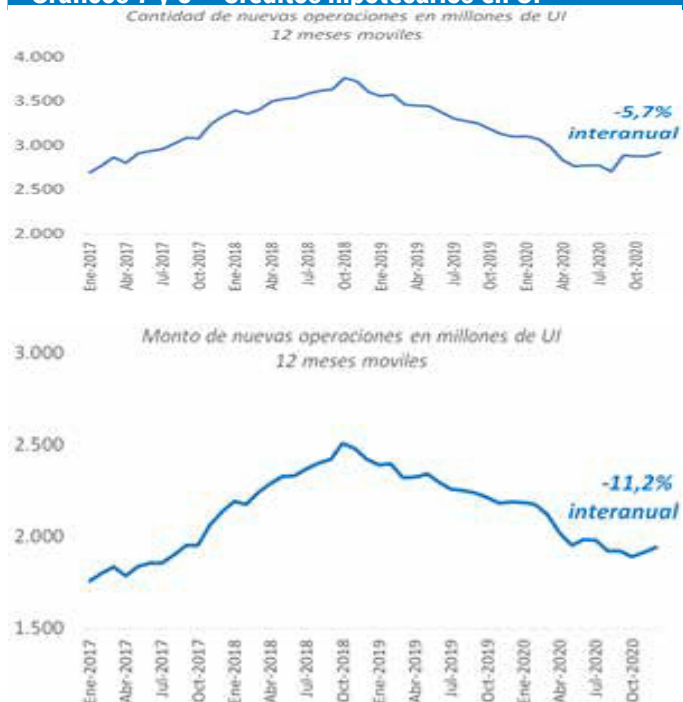


Fuente: Briq Analytics en base a SURA y UCU

A pesar de ello, durante el segundo semestre de 2020 las expectativas registraron una ligera mejora, con una importante recuperación -parcial con respecto a la caída-, lo que representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario por parte de las familias, de acuerdo a Briq Analytics, el crédito hipotecario parecería haber alcanzado un piso durante el primer semestre del último año. A partir de entonces, habría evidenciado una ligera recuperación en la cantidad de operaciones nuevas y en los montos de estas operaciones, destacándose la evolución durante los últimos meses del año. Al cierre del año, la cantidad nueva de créditos hipotecarios en Unidades Indexadas registró una caída 5,7% en términos anuales, aunque a dos velocidades dentro del mismo 2020.

Gráficos 7 y 8 – Créditos hipotecarios en UI



Fuente: CARE en base a BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios para las familias, de acuerdo con información del BCU, al mes de diciembre del último año este ascendía 2.515 millones de dólares (caída de 3,3%) interanual, al tiempo que la morosidad ascendió a 1,3% (con un aumento de 0,2 p.p. interanual).

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió a 4,7% para 2020, guarismo que se considera bajo para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el coeficiente crédito hipotecario/PIB en el Uruguay es reducido en relación con los países desarrollados y algunos países de la región.

De esta forma, es posible argumentar que el crecimiento del sector de vivienda se vería beneficiado de un mercado financiero más profundo y un mayor desarrollo del crédito hipotecario. A este respecto, el sistema financiero enfrenta restricciones debido al tamaño y composición de sus hojas de balance. En este sentido, estos no podrán incrementar en gran escala los créditos de largo plazo debido a que tendrían un problema de descalce de plazos entre sus operaciones activas y pasivas. Estos elementos constituyen cierta oportunidad para el Sistema Pilay.

Para los agentes demandantes de crédito hipotecario, algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son la posesión de ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$137.200 líquidos mensuales por núcleo familiar. Según datos del INE, este último monto es un 83% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano. Es interesante destacar que el incremento del ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito ocurre al mismo tiempo que las tasas de interés de los créditos se han venido reduciendo en los últimos años.

Gráfico 9 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito de vivienda



Nota: Préstamo a 25 años un UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BSE. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m². La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Valores a pesos constantes de 2020. Fuente: Research Uruguay y Briq Analytics. Diciembre 2020.

En este contexto, el FF M2 Pilay Uruguay ofrece una alternativa novedosa de acceso futuro a la vivienda gracias a la particularidad de su forma de financiamiento, la cual permite acceder a un bien inmueble a aquellos individuos demandantes sin las restricciones imperantes en el mercado

de crédito hipotecario. De todas formas, debe tenerse presente que ambas alternativas tienen ventajas y desventajas, las cuales fueron analizadas en el Capítulo 4 de esta calificación.

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está principalmente determinada por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital.

Un factor cualitativo que afectó positivamente la demanda inmobiliaria por inversión en el país fue la inestabilidad del mercado financiero en Uruguay (crisis 2002) y en el mundo (crisis 2008). Con respecto a este último episodio, tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron reposicionando sus portafolios, considerando las relaciones riesgo-retorno de los activos globales y los activos domésticos, entre los que figuran los inmuebles.

Al día de hoy, las bajas tasas de interés a nivel internacional y la debilidad del dólar asociados a extraordinarios estímulos monetarios llevados adelante por la Reserva Federal de EE.UU. generaría condiciones favorables para el fortalecimiento de la demanda de inmuebles como inversión.

Esto se evidencia en la última encuesta realizada por Research Uruguay, donde el 15% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, el guarismo más alto desde que se realiza esta medición. De esta forma, podría argumentarse que los compradores por motivo de inversión han salido en búsqueda de oportunidades de negocio aprovechando la coyuntura.

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de operaciones y precios

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y no es útil para hacer un seguimiento de la coyuntura sectorial. Por este motivo es que se sigue la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado inmobiliario.

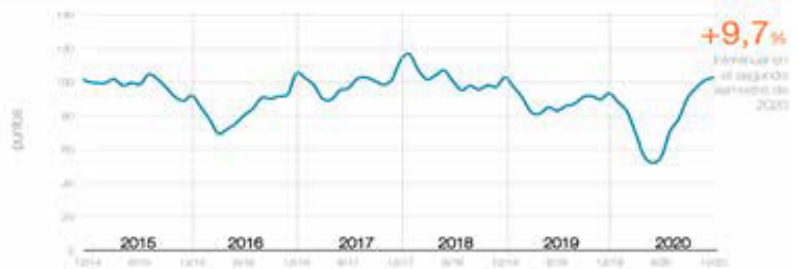
En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA, sumado al índice de operativa inmobiliaria elaborado por Briq Analytics permiten aproximar la coyuntura del sector inmobiliario casi a tiempo real. Este último se construye conjugando distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector: la recaudación de ITP, el número de avisos que dejan de estar publicados en la web y el nivel de créditos hipotecarios bancarios (cantidad de nuevas operaciones).

De acuerdo con este, luego de registrar un fuerte deterioro en las operaciones durante el primer semestre del último año (caída de 24% interanual), estas registraron una importante recuperación durante la segunda mitad del año (incremento de 9,7% interanual). De esta forma, una vez superado el impacto inicial asociado a la irrupción de la pandemia, el mercado inmobiliario habría recuperado rápidamente su nivel de operaciones previo a ello.

Con respecto a cada uno de los subíndices que conforman este indicador, tanto la recaudación del ITP como el volumen de crédito hipotecario y la cantidad de avisos que dejan de estar publicados en la web mostraron

evoluciones positivas. En este sentido, mientras que la recaudación de ITP aumentó 23% en términos interanuales durante el segundo semestre del año, los créditos hipotecarios hicieron lo propio a un ritmo de 8% interanual. En cuanto a los avisos clasificados retirados, por su parte, se registró un aumento durante el semestre que ascendió a 13% interanual. Esto último, sin considerar nueva oferta entrante, implicaría que estas operaciones fueron cerradas.

Gráfico 10 – Índice sintético de operativa del mercado inmobiliario



Fuente: Briq Analytics

Con respecto a cada uno de los subíndices que conforman este indicador, tanto la recaudación del ITP como el volumen de crédito hipotecario y la cantidad de avisos que dejan de estar publicados en la web mostraron evoluciones positivas. En este sentido, mientras que la recaudación de ITP aumentó 23% en términos interanuales durante el segundo semestre del año, los créditos hipotecarios hicieron lo propio a un ritmo de 8% interanual. En cuanto a los avisos clasificados retirados, por su parte, se registró un aumento durante el semestre que ascendió a 13% interanual. Esto último, sin considerar nueva oferta entrante, implicaría que estas operaciones fueron cerradas.

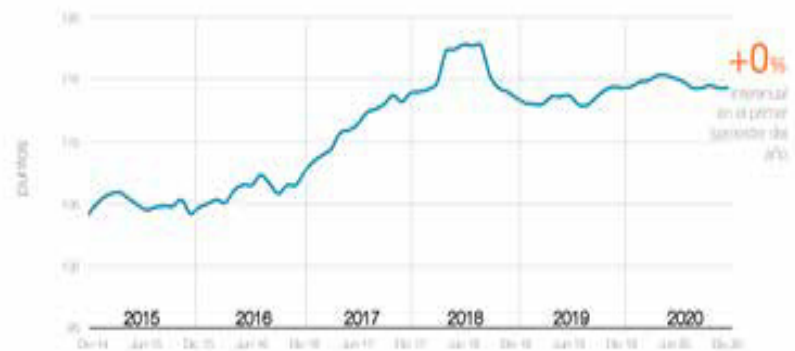


Fuente: Briq Analytics

La evolución del índice de operaciones de Briq Analytics se encuentra parcialmente alineada con la recuperación de la confianza de los consumidores y de cierta recuperación de la propensión a comprar bienes durables que la acompañó. En este sentido, Briq Analytics destaca que, si bien los hogares aún parecerían mostrar ciertos niveles de cautela, se estaría experimentando la concreción de decisiones que fueron postergadas debido al efecto de la pandemia.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Briq Analytics, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares ha permanecido estable durante el último año. De todos modos, informantes calificados del sector habían informado a CARE que muchas operaciones se habrían realizado validando precios en dólares menores.

Gráfico 11 – Índice de precios de la vivienda en Montevideo, en dólares corrientes.



Fuente: Briq Analytics

El mantenimiento de los precios en dólares habría llevado a un aumento sustantivo del precio medido en pesos constantes (UI), el cual refleja más la realidad del mercado inmobiliario que el expresado en dólares. Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial, basado en la idea de un activo financiero), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más directa con la unidad indexada que con el valor del dólar. Esto se debe a que, (i) la vivienda es un bien No Transable y por lo tanto se determina en el mercado doméstico y, (ii) aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables y que se transan en moneda local. Esto es así en productos como los aquí calificados, en tanto en zonas premium o con alta demanda internacional la tasa de interés podría tener un papel relevante en el arbitraje de precios.

En el único momento donde el valor oscila de forma importante, es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como en 2002). Esto se debe a que, ante escenarios adversos, el precio del inmueble expresado en dólares reacciona más lentamente (a la baja) que el IPC o el IMS. Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI o en UR aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en los años 2015 y 2020, donde el dólar aumentó sensiblemente, pero los valores de transacción aún se mantuvieron en dólares corrientes. De todas formas, se debe tener en cuenta que el incremento del dólar del último año fue seguido de un período de estabilidad de la moneda, lo que ha logrado reducir paulatinamente el precio de la vivienda en unidades indexadas, aunque aún se encuentra por encima de su nivel previo a marzo de 2020.

Gráfico 12 – Índice de precios de venta y de alquileres en UI, en Montevideo



Fuente: Briq Analytics

Esta evolución de los precios de vivienda en unidades indexadas acentuó la ya existente brecha con respecto al precio de los alquileres. Si bien esta tendió a moderarse luego del overshooting cambiario de marzo, aún continúa en niveles más elevados que previo a la pandemia. Esta importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de estos últimos desde la óptica del consumidor, en tanto se vuelven una opción más atractiva en términos relativos.

Se debe notar que en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo. En concreto, la evolución del número de hogares inquilinos en este departamento ha tenido un aumento sostenido desde 2016. Es posible argumentar que este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de las viviendas con respecto a aquellos de alquiler.

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante el segundo semestre del último año, se espera que el mercado inmobiliario exhiba cierta estabilidad, en especial en cuanto a compraventa. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 que parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad sobre el cierre de 2020. Igualmente, la incertidumbre se mantiene elevada y la evolución de la actividad dependerá directamente de la evolución de la pandemia y el ritmo de vacunación que por el momento luce auspicioso.

La confianza de los consumidores evidenció recientemente una parcial recuperación que habría apuntalado la concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. De todos modos, se debe tener en cuenta que la caída del poder adquisitivo de los hogares, sumada a la elevada incertidumbre respecto a su recuperación podría impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores a futuro en tanto estos podrían mostrarse más cautelosos a la hora de asumir compromisos de largo plazo. No obstante, el relevamiento realizado por Research no muestra cambios relevantes entre aquellos que buscaron vivienda en los últimos tres meses y aquellos hogares que planean entrar al mercado en los próximos meses.

En contraposición, de persistir el debilitamiento del dólar a nivel internacional y su correlato en el mercado local esto podría amortiguar la caída del poder adquisitivo de los hogares. Esto sumado a las bajas tasas de interés podría impactar positivamente sobre las decisiones de compra de los demandantes. Esto es particularmente relevante en aquellas personas que miran al sector inmobiliario desde una perspectiva financiera, como resguardo de valor y generación de renta, lo cual el instrumento del FF M2 Pilay Uruguay podría aprovechar.

De todas formas, en una primera instancia es posible que los primeros efectos primen sobre los segundos, por lo que podría esperarse un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, en particular atendiendo la persistente divergencia en los precios de compraventa y alquiler. Por su parte, quienes estén buscando vivienda como inversión, seguirán presionando sobre el mercado inmobiliario al menos mientras las tasas de interés se mantengan bajas. Se ve también con cierta expectativa favorable una

demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera de reciente implementación.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años. La disponibilidad de créditos hipotecarios de largo plazo podría ser un factor clave para dinamizar la demanda de vivienda.

2.b. Evolución del precio de los inmuebles en el largo plazo

Teniendo en cuenta la importancia que podría tener sobre la rentabilidad de los Fideicomitentes M2 la evolución del precio de los activos inmobiliarios en el largo plazo -en concreto para aquellos en que la unidad de referencia fue enajenada a un tercero sin previa participación en el FF-, a continuación, se presentan dos metodologías que permiten tener una referencia teórica respecto a esta evolución.

Por un lado, en moneda local constante el precio de los inmuebles tiende a crecer en el largo plazo acompañando el crecimiento promedio de la economía (estimado en 2,5%), al cual se le descuenta una depreciación por uso -si aplica-. De esta forma, en dólares la evolución de largo plazo del precio del inmueble puede calcularse cómo la variación anual del producto, a la cual se le adiciona la pérdida anual del valor del dólar respecto al peso uruguayo y se le resta una depreciación por uso. Esta opción es la utilizada en la sección IV para estimar la rentabilidad esperada de los Fideicomitentes M2 cuando la unidad de referencia sobre la cual invierte es adquirida por un tercero ajeno al FF.

Por otro lado, otra metodología alternativa para evaluar la evolución de largo plazo del precio de los activos inmobiliarios es observar la evolución del Índice del Costo de la Construcción (ICC) en dólares corrientes a la cual se le descuenta una tasa de depreciación en caso de aplicar.

3. Las políticas públicas

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

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. La nueva administración de gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de ciertas modificaciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020.

Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios. Además, se ha flexibilizado el régimen de alquileres, en especial en lo referente a la garantía de acuerdo con la Ley 19.889, con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso de la población a la vivienda. Igualmente, la posibilidad de que estos mecanismos sean sometidos a referéndum implican ciertos riesgos sobre la permanencia de esta política específica sobre el mercado de arrendamientos.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Los proyectos promovidos deben ser de más de 6,5 millones de dólares de inversión.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. Es importante señalar que estos posibles mecanismos y los segmentos atendidos no compiten con el público objetivo atendido por el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay.

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados, aunque la incertidumbre relacionada al COVID-19 se mantiene. Sobre este punto, es importante resaltar que más allá de la disrupción durante 2020, el mercado inmobiliario parece ir recuperándose lentamente y que la demanda por el Producto Ladrillo se ha mantenido firme y sana a pesar de la pandemia, mostrando resistencia ante condiciones adversas. En este sentido, el producto se ha validado aún en circunstancias complejas como 2020. A pesar de lo anterior, el foco del producto en opciones de un ambiente, si bien permite incrementar el mercado potencial, genera cierto riesgo en tanto este tipo de producto aún no se ha testeado en este segmento. Igualmente, en comparación con opciones de crédito bancario se trata de un producto más favorable. Se considera un nivel de *Riesgo medio/bajo*.

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector tiende a flexibilizar las condiciones de acceso, ya sea a través de subsidios a la oferta como a las recientes facilidades para concretar el arrendamiento. La aprobación de estímulos, la flexibilización de garantías de arrendamiento y la eliminación de topes asociados a los proyectos de Vivienda Promovida van en este sentido. Igualmente se debe notar que el posible referéndum sobre la Ley de Urgente Consideración podría frenar algunos cambios en el mercado de arrendamientos. A su vez, es posible que los esfuerzos de política adicionales se concentren en la población de menores ingresos, donde las necesidades de vivienda son más importantes y el acceso es sumamente restringido. *Riesgo bajo*.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

Es de notar que, en este caso, el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay emite dos tipos de certificados de Participación tal como se detalló previamente. Sin perjuicio de ello, ambos comparten una misma evaluación jurídica, del administrador y del entorno, compartiendo estas áreas de riesgo, aunque con variaciones en lo financiero. Por tal motivo las calificaciones se presentan aparte.

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 emitidos por el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay:

i Certificados de Participación Producto Ladrillo y,

ii Certificados de Participación Producto M2

recogen en ambos casos la calificación BBB.uy¹⁹ de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación

¹⁹ **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**



Ing. Julio Provo



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

ANEXO I
INFORME JURIDICO

Montevideo, 5 de julio de 2021

Señores
CARE Calificadora de Riesgos
Presente

Atención: Ing. Julio Preve
Director

De nuestra mayor consideración:

Hacemos referencia a la solicitud de informe jurídico vinculado con el dictamen de calificación de riesgo a otorgar a los valores emitidos por el "Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY", cuyo Fiduciario será Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A. (Pilay AFISA).

1. Documentación analizada para la emisión del informe legal.

A efectos del otorgamiento de este informe, se nos ha suministrado por Pilay AFISA, la siguiente documentación:

- Proyecto de Prospecto de Emisión del Fideicomiso Financiero M² Pilay Uruguay y sus Anexos, y en particular:
 - Anexo I: Criterios para la Asignación de Tenencia de Departamentos en Modalidad Por Puntaje.
 - Anexo III: Convenios de Adhesión al Fideicomiso Financiero M² Pilay Uruguay.
 - Anexo X: Modelo de Documentos de Emisión- Certificados de Participación.
- Proyecto de Contrato de Fideicomiso Financiero.
- Memorándum de entendimiento entre Pilay AFISA y Banco Santander S.A. de fecha 5 de mayo de 2021.

2. Consideraciones generales sobre la estructura jurídica.

El presente informe aborda el análisis legal del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY (en adelante el "Fideicomiso Financiero"), por el cual se emitirán por el Fiduciario, Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. (en adelante "Pilay AFISA") bajo mecanismo de oferta pública, dos tipos de Certificados de Participación (en adelante los "Títulos").

Uno de los Títulos se emitirá en relación al llamado “Producto Ladrillo” por hasta \$35.494.124.714 (treinta y cinco mil cuatrocientos noventa y cuatro millones ciento veinticuatro mil setecientos catorce Pesos Uruguayos), en 11 tramos que identifican distintos derechos y obligaciones, y que se denominan de la siguiente manera:

Certificados de Participación CPB0CS
Certificados de Participación CPB0CE
Certificados de Participación CPB0CT
Certificados de Participación CPB1CS
Certificados de Participación CPB1CE
Certificados de Participación CPB1CT
Certificados de Participación CPB2CS
Certificados de Participación CPB2CE
Certificados de Participación CPB2CT
Certificados de Participación CPPM1
Certificados de Participación CPPM2

El otro tipo de Título, se emitirá en relación al llamado “Producto M²” por hasta \$33.365.455.200 (treinta y tres mil trescientos sesenta y cinco millones cuatrocientos cincuenta y cinco mil doscientos Pesos Uruguayos), denominado Certificados de Participación CPM2.

El Fideicomiso Financiero bajo análisis y los valores que éste emitirá, replica en sustancia, en lo que a la estructuración refiere, la figura de proyecto del denominado “Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I”.

La versión final de aquel Fideicomiso, fue el resultado de un proceso de adecuación jurídica realizada por el Fiduciario, en aquel entonces Pilay Uruguay S.A., en el marco del análisis realizado por el Banco Central del Uruguay (en adelante el “BCU”) sobre la correcta estructuración jurídica del negocio propuesto.

En ese entendido, la estructuración jurídica del Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I que es en sustancia replicada en el Fideicomiso de análisis en este informe, fue laudada tanto en sede administrativa en el ámbito del regulador -BCU-, como en sede jurisdiccional ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo. En tal sentido entendemos que la estructura del Fideicomiso Financiero bajo análisis no tiene objeciones del punto de vista del diseño jurídico adoptado.

3. Descripción del Fideicomiso Financiero.

Si bien el Fideicomiso Financiero replica en términos generales en lo que a estructura refiere, al Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I, estructura que ha sido validada tanto por el regulador al hacer el análisis de aquel, existen algunas cuestiones que el presente incorpora en cuanto al régimen de derechos, obligaciones de los Titulares y en relación con las funciones del Fiduciario que se describen a continuación.

En ese entendido, en líneas generales los documentos analizados contemplan adecuadamente los derechos y obligaciones que cada inversor tendrá con respecto al Fideicomiso. Asimismo, los documentos explicitan los roles y actividades que el Fiduciario deberá desarrollar en cada caso para la ejecución del mandato fiduciario y fija el régimen de responsabilidad que como tal tendrá en el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso.

En esto último, los estándares de responsabilidad pactados se adecuan al marco legal vigente.

Sin perjuicio de lo anterior, destacamos como incorporaciones que tienden a aumentar controles en beneficio de los inversores la figura de Comité de Vigilancia lo cual se analizará en el literal siguiente. Asimismo, el Fideicomiso Financiero incorpora una nueva modalidad de inversor, de M2 el cual también es analizada a continuación.

a- Gobernanza del Fideicomiso.

De acuerdo a lo que se desprende de la documentación analizada, además del rol del Fiduciario, como ejecutor del mandato fiduciario y la figura del auditor y entidad representante como elementos de tutela de los intereses de los Titulares, el Fideicomiso Financiero introduce el órgano denominado “Comité de Vigilancia”.

Esto significa una adecuación de la estructura fiduciaria a las actuales prácticas en materia de gobernanza de fideicomisos financieros de oferta pública. Con ello se constituye un órgano que busca servir de control a las actividades que desarrolla el Fiduciario en beneficio de los titulares.

En efecto, el Fiduciario tiene en el Fideicomiso amplias facultades y obligaciones, que cubren aspectos comerciales, administrativos, financieros y contractuales, y es, en definitiva, quien ejecuta el mandato y finalidad del Fideicomiso, esto es, la construcción o refacción de inmuebles -directa o indirectamente-, para posteriormente transmitir su dominio a los Fideicomitentes (Titulares). Por su parte, el Comité de Vigilancia apunta a controlar algunos aspectos de tales obligaciones y tareas asumidas por el Fiduciario. Las funciones asignadas en el contrato se remiten a las previstas en el artículo 184.4 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, a saber:

- a) Contribuir a la aplicación y permanente actualización del sistema de gestión y control interno y vigilar el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo, efectuando las recomendaciones que entienda pertinentes.
- b) Opinar sobre el proceso de selección, nombramiento, reelección y sustitución del Auditor Externo o firma de Auditores Externos, así como las condiciones de su contratación.
- c) Conocer los Estados Financieros anuales del Fideicomiso, así como toda otra información financiero contable relevante.
- d) Revisar los dictámenes de la Auditoría Externa y evaluar periódicamente el cumplimiento de las normas de independencia de los auditores externos.
- e) Realizar el seguimiento de las recomendaciones hechas por los Auditores Externos, en particular, sobre las debilidades de control detectadas, en caso de existir, a efectos de asegurar que tales debilidades sean subsanadas en plazos razonables.
- f) Controlar internamente el cumplimiento de las leyes y reglamentaciones vigentes, de las normas de ética e informar respecto de los conflictos de intereses que llegaran a su conocimiento.

Asimismo, se agrega la potestad de “*evaluar y considerar aquellas operaciones que impliquen un endeudamiento que utilice como respaldo el Patrimonio Fiduciario.*” Este agregado es relevante considerando que el Fiduciario tiene la potestad de invertir en cualquier otro fideicomiso administrado por el Fiduciario a los efectos cumplir con la finalidad para el cual ha sido constituido.

b- Nuevo inversor contemplado en la estructura del Fideicomiso

Se introduce en el Fideicomiso Financiero un nuevo producto identificado como “M²”, que importa un cambio entre los actores relevantes de la estructura, pues incorpora un nuevo tipo de inversor, el Fideicomitente M².

El Fideicomitente M², ingresa al Fideicomiso mediante la adquisición de tantos Certificados de Participación CPM2 que equivalgan al valor de los metros cuadrados sobre los cuales desee invertir en una Unidad de Referencia, con un mínimo del valor de ½ metro cuadrado. La Unidad de Referencia debe ser identificada al momento de su adhesión, y en caso de no existir unidades de referencia disponibles, no podrán adherirse al Fideicomiso.

Esperará un retorno por su inversión, cuyo plazo y forma de repago estará sujeto al destino de la unidad sobre la cual invierte, esto es, a quién, y en qué oportunidad se transfiere el dominio de la Unidad de Referencia, que podrá ser un Fideicomitente B, otro Fideicomitente M² o incluso un tercero.

Asimismo, y siempre que el Fiduciario decida no adjudicar la Unidad de Referencia a un Fideicomitente B, el Fideicomitente M² podrá optar por recibir, en lugar del retorno de la inversión, el dominio de la Unidad de Referencia en atención a la cual se adhirió, u otra, para lo cual deberá efectuar integraciones adicionales.

Esta nueva incorporación además de contribuir a ampliar las funciones del Fideicomiso Financiero brindará mayor liquidez al Fideicomiso, que, de acuerdo a la estructuración jurídica, permitirá hacerse de los fondos por las integraciones de estos Fideicomitentes, para retornarlos recién cuando la propiedad de la Unidad de Referencia sea transmitida a su destinatario. Como contrapartida de esta función mejora en definitiva los riesgos asociados al patrimonio fideicomitado, incorporando un inversor a riesgo cuyo retorno es la colocación en definitiva de la unidad sobre la cual invierte.

Desde el punto de vista del análisis legal de esta actividad y los derechos que otorga el Fideicomiso Financiero al invero de Certificados de Participación en M2 consideramos que ellas se encuentran correctamente reguladas y delimitados los riesgos que asume ante el patrimonio fideicomitado. A su vez, no se incurre en infracción a normas generales en materia de regulación de la actividad financiera por la incorporación de esta nueva figura de inversores. Ello básicamente, por encuadrarse en un inversor a riesgo cuyo retorno está asociado a la colocación de la Unidad de Referencia sobre la cual invierte con la adquisición de los Certificados de Participación.

c- Consideraciones sobre los derechos y obligaciones de los inversores. Riesgos asociados al producto para los inversores.

Continúa plenamente vigente la presencia del inversor existente en el Fideicomiso Campiglia Pilay I, denominado Fideicomitente B, que no es más que el Titular de los Certificados de Participación Producto Ladrillo.

Este Fideicomitente adquiere Certificados de Participación con el fin de hacerse de una inmueble de entre las denominadas “opciones constructivas”, cuyas características se definen en el contrato de Fideicomiso, integrando los Certificados en forma periódica como método de financiamiento.

Estos son los caracteres generales del “Producto Ladrillo”, para el cual se emiten los distintos tramos de Certificados, que responden al tipo de opción constructiva seleccionada por el Fideicomitente al adherirse -monoambiente, un dormitorio, dos dormitorios, con o sin mejoras-, y a la posibilidad en su caso de gozar del inmueble previo a la transmisión de la propiedad, mediante la entrega de la tenencia.

Los derechos y obligaciones de ambos tipos de Fideicomitentes, Titulares de los Certificados de Participación están establecidos en la cláusula III.1.23 del Prospecto de Emisión y en la Sección VI del contrato de Fideicomiso, particularmente en las cláusulas 6.1 a 6.2.5.

En relación al Fideicomitente B, se menciona ante todo el derecho a que le sea construida una de las opciones constructivas descritas en el Fideicomiso. Se hace una remisión en este aspecto a la Sección III del Fideicomiso, pues allí se describen las características de los distintos inmuebles que el Fiduciario se obliga, por sí o a través de terceros, a construir en beneficio de estos Fideicomitentes.

La remisión que hace la propia cláusula 6.1 del Fideicomiso denominada de “Derechos y Obligaciones de los Fideicomitentes B” a la Sección IV del Fideicomiso, donde se regula el denominado “Régimen de Asignación”. Mediante este identifica la unidad sobre la cual cada uno de los Fideicomitentes B tendrá derecho a la tenencia y propiedad, una vez cumplidas sus obligaciones de pago y establecimiento de garantías. Se define allí la estimación de las asignaciones que se harán por año en atención a la cantidad de Fideicomitentes B que se incorporen al Fideicomiso, y se regulan los dos mecanismos por los cuales se realizarán las asignaciones proyectadas: por mayor aporte dinerario adelantado y por mayor puntaje.

Entonces, la conjunción de lo establecido en estas tres secciones ofrece la determinación de los derechos titularidad del Fideicomitente B en la órbita de este Fideicomiso: hacerse de un inmueble con determinadas características, mediante mecanismos preestablecidos y en las etapas que corresponda de acuerdo con la tenencia de los Certificados de Participación respectivos hasta que al final se realiza la transferencia jurídica de la unidad efectivamente adquirida.

Por su parte, en la cláusula 6.1 mencionada, se define la obligación principal del Fideicomitente B, que es la de integrar los Certificados de Participación, el primero de ellos a efectos de adherir al Fideicomiso, y luego los subsiguientes como forma de financiamiento de su unidad a adquirir. En la cláusula se definen los valores de dichos Certificados de Participación, y la forma de actualización de los mismos.

En cuanto al Fideicomitente M², se establece en la cláusula 6.2, el derecho que estos tienen a que se les adjudique un inmueble, -esto es se le transmita el dominio- o se les entregue el retorno de su inversión inmobiliaria. Al primero de estos derechos, es decir, la posibilidad de que el Fideicomitente M² se haga propietario de un inmueble en el marco del Fideicomiso, cabe analizarlo en conjunto con Sección IV, en particular la cláusula 4.6., donde se regula las condiciones para que el Fideicomitente M² pueda ser asignado con un inmueble, para su posterior adjudicación.

Por su parte, lo relativo a su derecho a obtener un retorno por su inversión, está regulado en las cláusulas 6.2.1 a 6.2.5, en las que establece las diferentes hipótesis de plazo y condiciones de retorno, dependiendo en definitiva del destino de la Unidad de Referencia seleccionada por el Fideicomitente M2 al momento de adherirse al Fideicomiso.

Como contrapartida, se establece su obligación principal del Fideicomitente M2, de integrar las sumas equivalentes al metraje de la Unidad de Referencia sobre la cual desee invertir.

Sin perjuicio de estos derechos y obligaciones principales que vienen de mencionarse, se desarrollan a lo largo del contrato de Fideicomiso, y se reflejan en el Prospecto y Documentos de Emisión, otros de mayor o menor relevancia, como puede ser a modo de ejemplo, la obligación de los Fideicomitentes de prestar garantías con ciertos caracteres en caso de que se les otorgue la tenencia de un inmueble, o los derechos y condiciones para la celebración de Asambleas.

En definitiva, de la lectura orgánica de los documentos proporcionados, se desprende el marco de derechos y obligaciones de ambos tipos de inversores, y puede definirse asimismo los riesgos que cada uno asume en los diferentes momentos en los que se encuentre a lo largo de la vida del Fideicomiso.

4. Conclusiones

En función del desarrollo realizado anteriormente es posible concluir lo siguiente:

1. La estructura analizada replica en términos sustanciales a la del Fideicomiso Financiero Pilay I, cuya legalidad ya fue validada por el regulador en la instancia de formación de aquel fideicomiso.
2. Se agrega en este Fideicomiso un nuevo negocio que impacta en la incorporación de un nuevo tipo de Fideicomitente, denominado M2. Este Fideicomitente, sin perjuicio de que en determinadas circunstancias puede optar por hacerse de un inmueble mediante los mecanismos previstos en el contrato de Fideicomiso, tiene una participación de tipo inversión inmobiliaria, buscando en consecuencia, obtener un retorno por su integración de fondos al fideicomiso. La forma en la que está estructurada la percepción por los Fideicomitentes M2 del retorno por su inversión, permite entender que tal percepción está asociada en definitiva a la suerte de la Unidad de Referencia, en tanto dependiendo de a quién se le traslade el dominio, determina la oportunidad y forma de cobro del Fideicomitente M2, tratándose entonces de un instrumento de renta variable. Siempre que el retorno de la inversión al Fideicomitente M2 se produzca bajo tales parámetros, no existen apartamientos a la normativa jurídica en materia de actividad financiera.

3. Se introduce asimismo la figura del Comité de Vigilancia a efectos de ejercer los contralores correspondientes en diversos aspectos de la actividad del Fideicomiso, y generar un contrapeso a las amplias potestades del Fiduciario.
4. En atención a los puntos expuestos, puede afirmarse que la estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad que el Fideicomiso Financiero se propone realizar.
5. Dicho lo anterior, corresponde que el BCU se expida sobre el Fideicomiso bajo análisis, y en caso de no tener observaciones o ser las mismas subsanadas, inscriba al Fideicomiso en su Registro de Emisiones y Valores de oferta pública, previo a la inscripción del Fideicomiso Financiero en el Registro Público correspondiente.

Sin perjuicio de las conclusiones vertidas, 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 encuentra el propio informe de calificación realizado por la Calificadora de Riesgo.

Respecto de este último debe tenerse siempre en cuenta que el mismo es una opinión elaborada en base a un manual de procedimiento que previamente 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 Usted muy atentamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'FR', enclosed within a rectangular box.

Dr. Federico Rocca