

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

*Montevideo, noviembre de 2024*

---

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

---

**Actualización de Calificación Oferta Pública de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay.  
21 - noviembre - 2024**

<b>Fecha de inicio:</b>	Julio 2021
<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay
<b>Fiduciario:</b>	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Importe de la emisión:</b>	Certificados de Participación Fideicomitentes B por hasta \$ 35.494.124.714 (pesos uruguayos) Certificados de Participación Fideicomitentes M2 por hasta \$ 33.365.455.200
<b>Plazo:</b>	30 años
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	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.
<b>Análisis jurídico de la calificación:</b>	Olivera Asociados
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de abril de 2025
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

## Resumen General

**CARE actualizó la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor<sup>1</sup>.**

Esta actualización analiza nuevamente el riesgo de los beneficiarios de lograr satisfacer, con los recursos del Fideicomiso, su derecho a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los respectivos contratos<sup>2</sup>. También, califica la posibilidad de obtener cierta rentabilidad para los inversores del Producto M2. La nota obtenida no representa una recomendación para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico cuyas principales conclusiones se recogen en el capítulo II y se adjuntó en la calificación original. En particular, al replicar la estructura jurídica de un instrumento ya validado por Banco Central del Uruguay y Tribunal de los Contencioso Administrativo no se advierten objeciones del punto de vista de la estructura jurídica elegida. Incluso, es importante destacar que en este FF se refuerza la gobernanza, agregando elementos de control adicionales a las funciones del Fiduciario.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero soporta una serie de comparaciones y escenarios, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto. A su vez, al igual que para la estructura jurídica, el "Producto Ladrillo" ya ha sido validado por el mercado en su antecedente directo. Este ha logrado viabilizar la tenencia de vivienda a los fideicomitentes en su antecesor, incluso ante coyunturas económicas desfavorables como el período de crisis del Covid-19. El lanzamiento comercial de este producto se realizó en marzo de 2022.
- Se agrega un nuevo producto llamado M2 que permite al inversor (Fideicomitente M2) invertir en una unidad de referencia previamente establecida y obtener una renta variable que dependerá del método de enajenación de dicha Unidad. Esto abre el abanico de opciones de inversión y permite al Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay financiar las obras. Este producto también fue lanzado al mercado y constituye una innovación en el mercado inmobiliario. El ritmo de adhesión al producto se ha acelerado desde 2023.
- El Plan de Negocios original prevé la construcción de hasta 14 mil apartamentos en un plazo de 30 años, en línea con el volumen de adhesiones que se estima en el Plan de Negocios y que recoge la evolución reciente de su antecedente directo (Campiglia & Pilay) en el "Producto Ladrillo". Cada edificio a construir será licitado en procesos competitivos. A su vez, se mantiene el mismo arquitecto proyectista, Arq. Alvaro Piña, quien trabajó en el FF que sirve de antecedente directo a este Fideicomiso. Según información auditada por Auren, a mayo 2024, las obras del primer edificio (Charrúa) avanzan en línea con lo previsto.

<sup>1</sup>. Esta calificación comprende los dos tipos de productos ofrecidos por el FF.

<sup>2</sup>. Esta actualización debe analizarse en conjunto con la calificación original.

- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr su propósito de ofrecer a los Fideicomitentes B la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características descritas en los contratos. En concreto, el Producto Ladrillo constituye una alternativa para que los fideicomitentes adquieran una vivienda, en línea con su antecedente directo. Comparada ésta con el crédito hipotecario, y más allá de la coyuntura económica, el Producto Ladrillo viabiliza la adquisición de una vivienda a personas que no son pasibles de acceder al crédito hipotecario o no cuentan con ahorro previo. El tipo de vivienda y condiciones se encuentran estipulados en los contratos correspondientes.
- El Producto M2 (para el Fideicomitente M2) facilita el acceso a un activo, con montos mínimos reducidos y es convertible, bajo determinados procesos, en una unidad habitacional. Desde la óptica de la Administración, este Producto permite adelantar la obra constructiva, ofreciendo un retorno al inversor variable que dependerá de la evolución del ICC y del mecanismo de enajenación de la Unidad. Todo esto está denominado en pesos, lo que reduce el riesgo de descalce.
- El proyecto general se orienta, hacia el segmento de un ambiente, con relativamente menos unidades dedicadas a uno y dos dormitorios. Si bien el segmento de monoambiente incrementa de forma significativa el público que podría acceder al FF, este segmento recién comienza por un instrumento como este. Lo anterior constituye un desafío aunque otras orientaciones generales de la demanda coinciden con las previstas en este Fideicomiso Financiero, de acuerdo a los informes del mercado inmobiliario contratados por CARE.
- A la fecha de esta actualización, el mercado inmobiliario ha incrementado sus niveles de actividad, con un aumento de la transaccionalidad y desarrollo de nuevos proyectos de vivienda, en segmentos similares a los que atiende este Fideicomiso. En este sentido, la apreciación del peso, el aumento del crédito inmobiliario y el aumento del ingreso de los hogares, junto a algunos estímulos vigentes, han sustentado la mejora del mercado inmobiliario en su conjunto. Sin embargo, el escenario es más favorable para incrementar la transaccionalidad en el sector, que para el desarrollo inmobiliario en tanto la apreciación del peso favorece al primero y tensiona los márgenes en el segundo. Esto se recoge con mayor detalle en el capítulo V de este informe.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, se han consolidado los estímulos tanto a la oferta como a la demanda en este segmento. En particular, cambios al régimen de vivienda promovida (topes de alquiler y precios) apuntalan los estímulos a la oferta inmobiliaria, en segmentos similares a los que se orienta el Fideicomiso.

## I. INTRODUCCIÓN

### Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY".

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

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

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

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

La vigencia de la calificación es 30/04/2025<sup>3</sup>.

### 2. Antecedentes generales y características del negocio

- El objetivo del Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> 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

<sup>3</sup> . 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 Tenencia<sup>4</sup>, las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)<sup>5</sup> o una paramétrica que también aproxima la evolución del costo de la construcción. Entre estos se distinguen cuatro tipos: el Fideicomitente B que integra cuotas al fideicomiso y adquiere los certificados de participación; el Fideicomitente B Beneficiado, que es el que ha resultado ganador en los actos de asignación de unidades y aún no tiene la tenencia del bien; Fideicomitente B Simple Tenedor, que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido; y el Fideicomitente B Adjudicado, a quién se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.

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

<sup>4</sup>. La obligación de abonar la Cuota Espera o Cuota Tenencia depende de la tenencia o no de una unidad habitacional por parte del individuo de acuerdo a las condiciones estipuladas en el contrato. Adicionalmente se puede optar por un paquete de mejoras de equipamiento para el inmueble que es abonado a través de un incremento marginal sobre las doscientas cuarenta (240) cuotas a pagar por el fideicomitente.

<sup>5</sup>. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

### 3. Hechos Salientes del período

- La obra del Proyecto Pilay I, primer proyecto del FF se encuentra aproximadamente a mitad de su completitud, de acuerdo a información recogida por Auren en su informe PAPA de mayo 2024.

- A mayo 2024, continúa el crecimiento de los Fideicomitentes y contratos. El Fideicomiso tiene más de 1000 contratos activos, de los cuales aproximadamente 70% son del Producto Ladrillo. La adhesión se ha acelerado desde 2023. Se mantienen niveles razonables de actividad y morosidad. Este último punto es relevante en tanto un Fideicomitente B debe estar al día con sus obligaciones para poder participar de la adjudicación de una vivienda.
- Se ha completado la primera serie de Fideicomitentes (primer subgrupo en alcanzar 500 contratos) en marzo 2024. Esto genera la obligación por parte del Fideicomiso de adjudicar unidades de acuerdo al cronograma establecido. El Fideicomiso ha adjudicado 11 unidades entre diciembre y mayo de 2024, superando las obligaciones previstas para con este grupo de fideicomitentes. Las adjudicaciones de unidades comenzaron anteriormente a que se complete la primera serie de fideicomitentes.

#### **4. Información analizada**

- Informes de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 31/05/2024 (Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados - PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN al 31/05/2024. (mayo 2024)
- Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio 2024
- Estados contables intermedios de Pilay AFISA al 30 de junio 2024
- Calificaciones de Riesgo del FF CAMPIGLIA & PILAY I y sucesivas actualizaciones
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay (julio 2024).
- Informe sectorial del mercado de vivienda - Ec. Mayid Sader y Ec. Serrana Calvete - septiembre de 2024
- Calificación original y actualizaciones realizadas por CARE



## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero M<sup>2</sup> 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 M<sup>2</sup>; 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 M<sup>2</sup> por hasta \$33.365.455.200 y hasta \$ 35.494.124.714 reajustables los Certificados de Participación Fideicomitentes B.

**Calificación de Riesgo**

**(delos 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 M<sup>2</sup> 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 M<sup>2</sup> 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 M<sup>2</sup> 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 M<sup>2</sup> 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 M<sup>2</sup> PILAY URUGUAY introduce un nuevo Fideicomitente denominado M2, que adquiere Certificados de Participación (CPM2) que equivalgan al valor de los metros cuadrados sobre los cuales desee invertir en una Unidad de Referencia, con un mínimo del valor de ½ metro cuadrado. Por estos, espera recibir un retorno que dependerá del destino de la Unidad de Referencia. En relación a esta nueva figura en la estructura del Fideicomiso, el análisis jurídico concluye:

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

Por todo lo anterior, el informe jurídico concluye que:

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

### 3. Riesgos considerados

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

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

## III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

### Antecedentes

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

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

En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados intermedios al 30/06/2024 y su comparativo con periodos anteriores.

<b>Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial</b>			
En miles de \$	30-jun.-24	31-dic.-23	31-dic.-22
<b>Activo</b>	<b>90.452</b>	<b>89.042</b>	<b>67.660</b>
Activo Corriente	50.708	51.262	34.705
Activo no Corriente	39.745	37.780	32.955
<b>Pasivo</b>	<b>14.727</b>	<b>16.035</b>	<b>12.973</b>
Pasivo Corriente	14.727	16.035	12.973
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>75.725</b>	<b>73.008</b>	<b>54.688</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>90.452</b>	<b>89.042</b>	<b>67.660</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>3,44</b>	<b>3,20</b>	<b>2,68</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

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

<b>Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados</b>			
En miles de \$	30-jun.-24	30-jun.-23	31-dic.-23
<b>Ingresos de actividades</b>	<b>38.620</b>	<b>25.253</b>	<b>58.222</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>38.620</b>	<b>25.253</b>	<b>58.222</b>
Gastos de adm y ventas	(13.757)	(11.586)	(20.898)
Resultados diversos	(378)	(496)	(834)
Resultados de inv. y financ.	1.570	837	1.487
<b>Res. Antes de impuestos</b>	<b>26.054</b>	<b>14.007</b>	<b>37.977</b>
Impuesto a la renta	(6.787)	(3.544)	(9.657)
<b>Resultado Neto</b>	<b>19.268</b>	<b>10.463</b>	<b>28.320</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Al cierre del primer semestre de 2024 los resultados siguen siendo positivos. En función de lo mencionado líneas arriba, particularmente por sus antecedentes en el satisfactorio desarrollo del primer fideicomiso así como en el corto lapso transcurrido del segundo, se concluye que la idoneidad de Pilay Afisa para administrar ambas operaciones no merece reparos.

## 2. El Proyectista

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

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

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

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

### 3. El Fideicomiso

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

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

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

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

Los CP's emitidos al 30/06/2024 (comprendiendo ambas modalidades B y M2) alcanzaron un valor nominal de \$ 398,4 millones (\$ 252,9 millones al 31/12/23). Los reajustes a los CP's surgen como consecuencia de la diferencia entre el valor de las cuotas al momento de la emisión y el valor nominal del CP correspondiente de acuerdo al Contrato de Fideicomiso, Sección VI, cláusula 6.1. Al final del semestre informado fue de \$ 29,2 millones.

En los cuadros siguientes se exponen el estado de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2024.

### Cuadro 3: Pilay M2 - Estado de Situación

En miles de \$	30-jun.-24	31-dic.-23	31-dic.-22
<b>Activo</b>	<b>270.929</b>	<b>150.353</b>	<b>49.411</b>
Activo Corriente	98.576	46.837	10.260
Activo no Corriente	172.353	103.515	39.151
<b>Pasivo</b>	<b>82.509</b>	<b>54.297</b>	<b>36.791</b>
Pasivo Corriente	55.328	49.366	31.358
Pasivo no Corriente	27.181	4.931	5.433
<b>Patrimonio</b>	<b>188.420</b>	<b>96.055</b>	<b>12.620</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>270.929</b>	<b>150.353</b>	<b>49.411</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,78</b>	<b>0,95</b>	<b>0,33</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

### Cuadro 4: Pilay M2 - Estado de Resultados

En miles de \$	30-jun.-24	30-jun.-23	31-dic.-23
Ingresos operativos	515	792	1.501
Egresos operativos	(58.893)	(44.755)	(94.298)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>(58.378)</b>	<b>(43.963)</b>	<b>(92.797)</b>
Otros resultados	188	297	706
Resultados financieros	(2.120)	(262)	(3.197)
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>(60.310)</b>	<b>(43.928)</b>	<b>(95.288)</b>
Impuesto a la renta	(37)	(37)	(73)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>(60.348)</b>	<b>(43.965)</b>	<b>(95.361)</b>

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Los resultados negativos son consistentes con la fase inicial de un proyecto de estas características y cuyas operaciones se describen en otra sección de este informe. Los Fideicomitentes B y M2 asumen el pago de los costos constructivos y administrativos, los que fueron considerados a fin de determinar las obligaciones de dichos fideicomitentes. Debido a ello, el Fideicomiso registra circunstancialmente resultados negativos que se irán revertiendo a medida que los fideicomitentes vayan cancelando los aportes que se obligan a realizar en el contrato. Dichos aportes contemplan los costos de construcción y los gastos de administración y de esa forma el Fideicomiso cumple con los compromisos constructivos.

Como se ha dicho, se ha comprado un terreno por USD 650 mil y ya ha comenzado la construcción del edificio denominado "Pilay M2 1 Charrúa". Por concepto de obras se registra un avance al cierre del semestre de 49,74% en lo que tiene que ver con las viviendas y un 69,89% en los garajes.

La deuda contraída para la compra del terreno se terminó de cancelar en el mes de enero de 2024; no obstante, en el mismo mes Pilay Afisa autorizó al Fideicomiso tomar un crédito con el Banco Santander en moneda nacional por el equivalente a USD 600 mil más un 50% de esa cifra con garantía hipotecaria del terreno previamente adquirido. Dicho préstamo fue otorgado el 22/3/2024 con hipoteca y cesión de créditos de la Fiduciaria por los honorarios del sistema Fideicomiso Campiglia Pilay.

## Riesgos considerados:

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

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

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

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

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



## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

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

Tal como se describió en la calificación original, el Producto Ladrillo (Fideicomitentes B) permite acceder a un apartamento luego del pago de una (1) cuota suscripción y doscientos cuarenta (240) cuotas mensuales llamadas Cuotas Espera o Cuotas Tenencia<sup>6</sup>, las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)<sup>7</sup> o una paramétrica incluida en el prospecto que también reproduce la evolución del costo de la construcción. Las unidades serán otorgadas de acuerdo con un sistema de puntaje o de adelantos dinerarios realizados por cada uno de ellos, ambos mecanismos exhaustivamente descritos en el Prospecto de Emisión. **A mayo de 2024, se ha integrado completamente la primera serie de Fideicomitentes. Esto implica que el Fideicomiso tiene la obligación de adjudicar unidades de acuerdo al cronograma establecido, el cual se ha sobrecumplido dado las fechas y el nivel de adjudicaciones.** Desde su inicio el Fideicomiso ha adjudicado más de treinta unidades, comenzando este proceso aún previo a que la primera serie de fideicomitentes fuera integrada completamente.

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

El Fideicomiso ofrece dos Productos diferenciados, los cuales se encuentran en proceso etapas iniciales de comercialización dado el lanzamiento en 2022. Según información del Fideicomiso, auditada por Auren, existen más de 670 contratos de Fideicomitentes B, de los cuales más del 90% se encuentran activos. A nivel comercial, la adhesión se ha acelerado desde 2023. Como se recoge en informes anteriores, la Fiduciaria resolvió no comercializar nuevos contratos del Fideicomiso Campiglia & Pilay (antecedente directo del que aquí se califica, en especial para el Producto Ladrillo). En cuanto a los Fideicomitentes M2, estos han aumentado significativamente desde la última actualización. Los niveles de actividad y morosidad se mantienen adecuados.

<sup>6</sup>. La obligación de abonar la Cuota Espera o Cuota Tenencia depende de la tenencia o no de una unidad habitacional por parte del individuo de acuerdo a las condiciones estipuladas en el contrato. Adicionalmente se puede optar por un paquete de mejoras de equipamiento para el inmueble que es abonado a través de un incremento marginal en el costo de las doscientos cuarenta (240) cuotas a pagar por el fideicomitente.

<sup>7</sup>. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

Es importante notar que la información prospectiva sobre la marcha del fideicomiso que incluye ingresos y egresos por los productos y las obras, ventas y compromisos asumidos entre julio 2024 y 2052 analizada por AUREN no merece objeciones y “*proporcionan una base razonable para las proyecciones antes identificadas*”. Los principales supuestos sobre ventas de contratos y adjudicaciones no han tenido variaciones sustanciales. En este sentido, se estima colocar aproximadamente 30 contratos del Producto Ladrillo por mes, lo cual está en línea con el desempeño reciente. En cuanto a la construcción, se estima construir más de 200 unidades hacia 2028, registro por encima de la cantidad de entregas que se espera realizar en el período.

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

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

Antes de la evaluación de los productos ofrecidos, es necesario señalar algunos elementos. Por un lado, el desempeño del producto asociado a los Fideicomitentes B tiene como referencia el desarrollo del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay, que ha venido cumpliendo con sus obligaciones y es evaluado con grado inversor por parte de CARE. El producto aquí propuesto ha ampliado su mercado potencial, dado que más del 70% de las unidades a construir serían monoambientes. De hecho, el primer proyecto (Charrúa, en obra) consta de casi 70 unidades, todas estas de un ambiente.

## 2. Demanda por consumo: comparación con crédito hipotecario

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

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

El Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay implica que el fideicomitente pueda obtener la tenencia del inmueble en distintos momentos del tiempo. Sobre la opción del crédito hipotecario, se debe considerar que existen restricciones de acceso, en especial relacionadas al ingreso líquido requerido que muchas veces no permite a esta opción ser competitiva, dejando por fuera una cantidad muy importante de hogares (ver gráfico 14 del capítulo V)<sup>8</sup>.

<sup>8</sup>. 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. De esta forma, no se consideran plazos de crédito menores a 10 años por considerarse una opción poco realista para el público objetivo

<sup>9</sup>. Lo cual pretende ser una comparación más equitativa con respecto al producto ofrecido por el Fideicomiso, en tanto amplía la población que podría llegar a acceder a un préstamo hipotecario. Igualmente, los requisitos de ingreso mínimo para un crédito a 20 años actualizadas a marzo de 2024 se encuentran en \$68 mil, \$83 mil y \$117 mil, para la opción de un ambiente, un dormitorio y dos dormitorios, respectivamente.

<sup>10</sup>. A futuro, la potencial reversión en la trayectoria de la situación macroeconómica (en especial de variables como el tipo de cambio) podría modificar lo anterior, volviendo a los resultados que se encontraron en la calificación original y sendas actualizaciones. En este sentido, Uruguay es uno de los pocos países que no ha acompañado la fortaleza del dólar a nivel global producto de factores principalmente internos. En la misma línea, 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.

Al comparar estos resultados desde esta óptica, el producto Ladrillo resulta menos favorable que solicitar un crédito bancario con un plazo de 15 o 20 años<sup>9</sup>, en las actualizaciones recientes. Sin embargo, la coyuntura actual tiene algunas particularidades en tanto las tasas de interés se mantienen en niveles muy bajos y la apreciación real del peso reduce el capital a financiar medido en pesos. Esto se recoge con mayor detalle en el Capítulo 5.<sup>10</sup> Del mismo modo, las adhesiones al Producto Ladrillo han aumentado y están en línea con las previstas en las proyecciones del modelo de negocios. En este sentido, lo anterior no habría afectado negativamente el desempeño comercial del Fideicomiso.

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

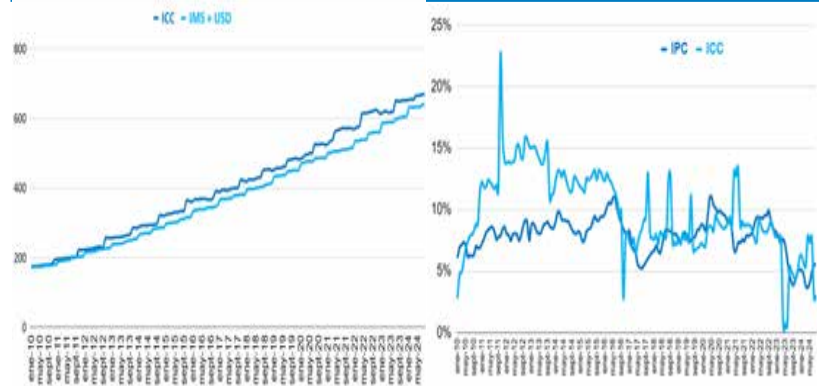
***En suma, recogiendo el desempeño reciente del Producto Ladrillo, el nivel de adhesiones se mantiene estable en esta coyuntura, lo que resalta el interés del producto y su validación por parte del público objetivo en este FF.***

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

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

En la primera de estas alternativas el Fideicomitente M2 recibirá el monto invertido en la correspondiente unidad habitacional ajustado por la suma de la evolución del Índice de Costos de la Construcción<sup>11</sup>. Bajo este método de enajenación, la rentabilidad anual en pesos del Fideicomitente M2 se ubicaría en 8,6% según la evolución del ICC que se supone en el largo plazo y es consistente con lo calculado en la sección anterior.<sup>12</sup> Esto asume implícitamente que el ICC no crece al mismo ritmo que en los últimos 10 años, dado el enlentecimiento en el crecimiento de los salarios, consistente además con la moderación de la inflación de los últimos años. Esta rentabilidad anual estaría en línea con el desempeño histórico del ICC: en los últimos 10 o 20 años a setiembre de 2024, este indicador creció en términos anuales aproximadamente 8,4% y 9,4%, respectivamente (ver gráfico a continuación).

**Gráficos 1 y 2 – Evolución ICC observado e ICC construido a través de una combinación de IMS y USD (izq.) y Variación Interanual del IPC e ICC (der.)**



Fuente: CARE

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 referencia<sup>13</sup>. Bajo el supuesto de que la venta de la unidad se produce al momento de finalizar la construcción del inmueble (a los tres años del inicio de obras), la Tasa Interna de Retorno Anual en pesos oscilaría entre 7,9% y 9,5% para las distintas opciones constructivas<sup>14</sup>.

A modo de benchmark, los resultados anteriores podrían ser comparados con las curvas de rendimiento de Uruguay, aunque se trata de productos distintos en cuanto a alcance, riesgo y características. A octubre de 2024 de esta actualización, la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,3% y en 2,9% a 3 años; en tanto la curva Pesos (ITLUP) se ubica en 9,4% y 9,3%, respectivamente.

<sup>11</sup>. O la correspondiente paramétrica definida en el prospecto de emisión.

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

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

<sup>14</sup>. Debe notarse que todas las estimaciones realizadas en el apartado asumen que el Índice de Costo de la Construcción evoluciona en línea con una combinación de salarios y dólar. Para los salarios se asume una evolución similar al PIB tendencial (2,5%), en tanto el dólar nominal evoluciona en línea con el equilibrio externo (manteniendo el TCR constante, en un escenario de inflación internacional de 2% y local de 7%). Se trata de un supuesto de largo plazo, que podría diferir en el corto plazo. Análogamente, se supone que los inmuebles tienen una valorización anual en pesos constantes de 2,5%, en línea con la evolución de largo plazo del PIB tendencial. Se trata de un ejercicio de largo plazo.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** Se trata de señalar la capacidad de generar las viviendas de acuerdo con lo previsto. Se pondera de forma positiva la aceptación del producto que antecede a este, las características de este Fideicomiso y la penetración que está logrando el Producto Ladrillo desde 2023, así como que se han adjudicado las primeras unidades, incluso sobrecumpliendo lo previsto. Del mismo modo pondera positivamente el desarrollo prospectivo y el ritmo de adhesión al Producto M2 que se ha acelerado recientemente. *Ante esto se considera que existe un riesgo medio.*

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

## V. EL ENTORNO

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2023, la economía global creció levemente en torno a 3,3% y se espera un crecimiento levemente menor durante 2024-25 según las últimas estimaciones del World Economic Outlook del FMI.

En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, configurando un escenario de menor preocupación por la actividad y mayor preocupación por la reducción de la inflación. En este sentido, las autoridades ya han comenzado el proceso de moderación de las tasas de interés y se espera continúen en los próximos meses. De esta forma las tasas de interés comienzan a reducirse, quitando sostén al dólar que se ha depreciado a nivel global en los últimos meses, configurando un escenario algo más benévolo a nivel financiero y generando cierto soporte a las materias primas, que además se encuentran vinculadas a otros eventos como los conflictos en Europa del Este y Medio Oriente y a factores idiosincráticos del balance oferta y demanda en particular en los agrícolas. En este sentido si bien los commodities no tendrían un impulso significativo por factores financieros, si han detenido la moderación observada desde hace varios meses.

A lo anterior se agregan dos novedades a nivel global que afectan el balance de riesgos. Por un lado, la escalada del conflicto en Medio Oriente podría configurar un escenario negativo de aumento de incertidumbre global, en especial en la medida que el conflicto involucra a nuevas naciones y se extiende geográficamente con el involucramiento del Líbano e Irán. Por otro lado, China ha anunciado una serie de estímulos monetarios, y en menor medida fiscales al momento, que tienen como objetivo que la economía retome un crecimiento de 5% en el corto plazo. Este evento podría configurar una mejora de la demanda global, acompasado con un mayor dinamismo de la economía de China, aunque aún este escenario no se ha consolidado.

De esta forma, el escenario financiero global se torna algo más favorable para las economías en desarrollo, dado la moderación de las tasas de interés en Estados Unidos que debilita el dólar e impulsa a los commodities en el margen. Este escenario es mejor que el observado durante 2023 y principios de 2024.

**Gráficos 3 y 4 – Dollar index (izq, ene 2006=100=.) y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)**



Fuente: Fred St Louis.

Al igual que en informes anteriores, el impacto del ciclo financiero global sobre el mercado doméstico se mantiene reducido y el dólar en Uruguay se ha movido de forma opuesta al mercado global, en particular por factores idiosincráticos vinculados a la entrada de capitales por el proceso de inversión real y el desempeño del sector externo, pero también y de forma más reciente a algunos eventos de risk off vinculados a factores de incertidumbre política sobre el plebiscito por la Reforma de la Seguridad Social. Más allá de lo anterior, en términos tendenciales el dólar se ha mantenido estable durante 2023-24 lo que implicó una apreciación real significativa del peso uruguayo. En 2023, a nivel de fundamentos, el ingreso de IED ha tenido un importante efecto en el Saldo de Financiamiento Externo. Es importante resaltar que el desempeño de la IED estuvo estrechamente vinculado a las obras de infraestructura y la instalación de la tercera planta de celulosa en el centro del país, pero también por el ingreso de capitales con otros destinos, entre los que se encuentra el mercado inmobiliario. Más recientemente, en setiembre y octubre el dólar tuvo un salto nominal en Uruguay (a contrapelo del movimiento global) producto de los riesgos asociados al plebiscito de la reforma de la Seguridad Social, que generó la salida de algunos fondos de inversión que estaban posicionados en títulos en moneda local. Si bien esto no es un fenómeno generalizado, constituyó un cambio respecto al desempeño previo y es una muestra de los potenciales efectos que podría tener la aprobación de este plebiscito en las próximas elecciones de octubre.

En línea con lo anterior, la estabilidad del dólar también ha contribuido a que la inflación se ubique dentro del rango meta definido por las autoridades monetarias y se espera continúe en este nivel durante 2024 hasta entrado 2026 lo que constituye una fortaleza para el proceso de desinflación, reduciendo las expectativas de los agentes. Esto podría implicar que la política monetaria podría tener cierto margen para bajar tasas de interés. Este escenario implica que la inflación en dólares continuará siendo elevada, lo cual genera oportunidades y desafíos para el sector inmobiliario, en particular la vivienda. En el primero, la inflación en dólares genera un mayor poder adquisitivo para los hogares, impulsando el consumo privado. El año pasado el consumo privado tuvo un muy buen desempeño, y se espera un año aún mejor en 2024. Esto también ha sido uno de los principales drivers del mercado inmobiliario. En cuanto a los desafíos, la contracara de la inflación en dólares es un encarecimiento relativo de los costos de producción, en especial en sectores que tienen costos en pesos e ingresos en dólares. Esto viene erosionando los márgenes de producción en el sector inmobiliario, y es la tónica de los nuevos desarrollos en la producción inmobiliaria.

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



Fuente: INE y BCU

En cuanto a la actividad económica, el 2023 cerró con un crecimiento casi nulo, producto del enlentecimiento de la actividad, una base de comparación alta producto de las etapas finales de la instalación de la tercer planta de celulosa y algunos shocks puntuales (sequía, parada de la refinería de Ancap). Este desempeño tiene cierta heterogeneidad al interior. Mientras el Consumo de los hogares tuvo un excelente desempeño dado la solidez del mercado laboral, el aumento de los salarios y la apreciación real del peso; el sector exportador experimentó un escenario negativo producto de la sequía y la baja en los precios de los commodities. En 2024, se espera un repunte de la actividad con un crecimiento de 3%, producto de la reversión de los shocks puntuales mencionados previamente. En este crecimiento, el consumo privado seguirá teniendo un rol clave, en tanto sus fundamentos se mantienen sólidos. A nivel sectorial, el agro retomaría la senda de crecimiento en comparación interanual al diluirse los efectos de la sequía del 2023.

En lo que refiere al mercado laboral, si bien la economía casi no creció en 2023, el mercado de trabajo continuó evidenciando señales positivas. En este sentido, durante 2023, se han creado 40 mil puestos de trabajo de acuerdo a lo publicado por el INE y se crearían en torno a 100 mil puestos desde el comienzo de este período de Gobierno. A nivel salarial, los salarios reales tuvieron un importante crecimiento durante 2023-2024, producto del incremento nominal que aún recoge cierto rezago post-pandemia y vinculado a la moderación inflacionaria. Todo lo anterior configura un escenario positivo para los ingresos de los hogares.

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



Fuente: INE

## 2. Mercado inmobiliario

### a. Breve contexto

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 12% 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 en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.



Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019), más moderada, en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina

## 2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales trajeron aparejado un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional que limitaron el dinamismo del sector inmobiliario. Desde entonces, y una vez controlada la crisis sanitaria, el sector ha evidenciado **una importante mejoría evidenciada con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito y el fortalecimiento del peso uruguayo. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares.** Hacia el futuro, este escenario de mejora del lado de la demanda, reduce los márgenes del lado de la oferta y los nuevos emprendimientos inmobiliarios. En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

### i. Oferta de vivienda

En términos generales, existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o representan 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. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc. Esto determina que las condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar las particularidades de los proyectos inmobiliarios a la hora de evaluar su desempeño y perspectivas.

El stock de viviendas existente 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 de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 (hoy Vivienda Promovida), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes de 2020-2022 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos, en especial generando mayores beneficios y quitando los topes de precio de venta. ***Esto último impulsó la construcción de vivienda promovida con casi 800 nuevos proyectos y más de 20 mil viviendas nuevas sujetas a esta Ley.***

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

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. ***En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde el año 2021, con aproximadamente 180 proyectos nuevos por año hasta 2023. Con información a junio de 2024 se cuenta con más de 130 proyectos promovidos, señal de que este fenómeno se mantiene en términos generales. Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo. También es importante resaltar que el aumento de la oferta de vivienda habría actuado en favor de la baja de los alquileres en términos tendenciales en los últimos años.***

## ii. Demanda por consumo e inversión

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

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

#### ii.i.i. Factores Sociales

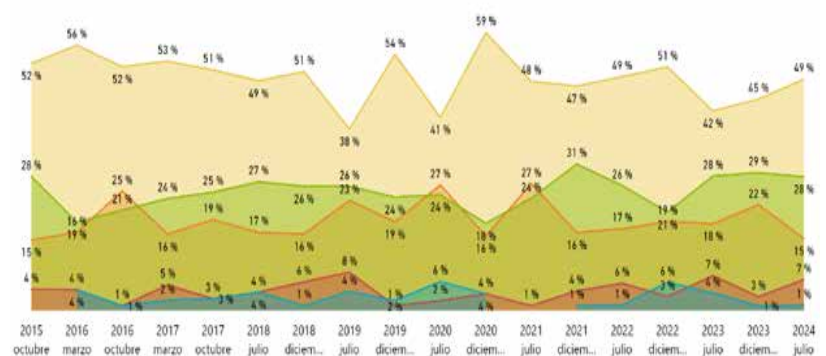
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan modificaciones según las estimaciones de población del INE. Es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse. Si bien en los últimos años Uruguay ha

recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI<sup>15</sup>, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior. De todas formas, este proceso podría presionar la demanda de cierto tipo de inmuebles, en especial en el mercado de arrendamientos, aunque no es necesariamente un fenómeno que se observe a nivel agregado.

A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias 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 impactado directamente en el mercado de la vivienda, vía la preferencias de los hogares. 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.

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y acumula más de 18 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 70% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. **Como fue mencionado previamente, el Fideicomiso Pilay M2 se focaliza en unidades de un ambiente, con una porción menor de viviendas de uno y dos dormitorios. Incluso el primer proyecto (Charrúa I) ofrece únicamente monoambientes. La inclusión del monoambiente en la oferta del Fideicomiso permite ampliar el público que puede acceder al producto ofrecido, aunque constituye un desafío en tanto es la primera vez que esta tipología es ofrecida en un producto de este estas características. Igualmente, como se detalla en la sección anterior, la adhesión se juzga adecuada y está alineada a estas condiciones.**

**Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"**



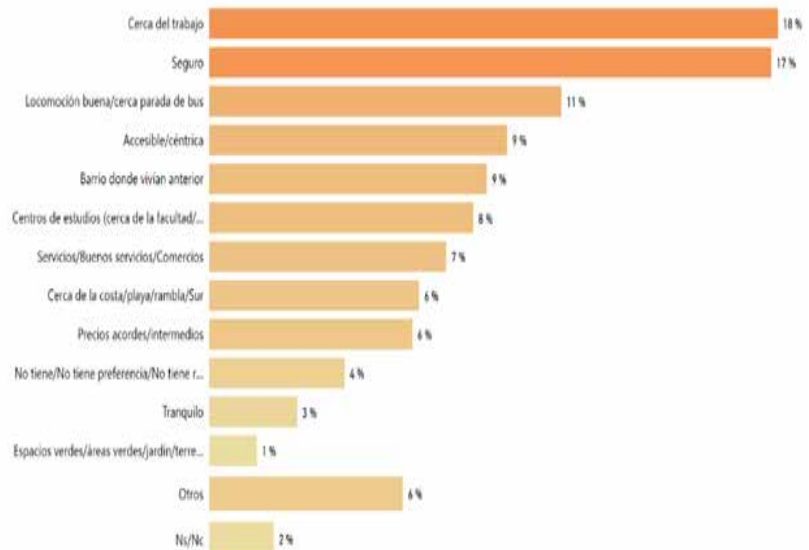
Fuente: Research Uruguay

<sup>15</sup>. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena locomoción y seguridad, próximo del trabajo y en una zona céntrica. **Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican en relación a las últimas olas de esta encuesta.**

la existencia de Garage no surge como un atributo indispensable entre los encuestados, aunque gana peso en las decisiones futuras de compra “dentro de 2 años”. La configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales. Sin embargo también sigue vigente la preferencia por el eje costero hacia el este: Canelones/Ciudad de la Costa y Pinar.

**Gráfico 10 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses**



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento de bancos privados o BHU emerge como una alternativa de forma más frecuente entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del crédito hipotecario es reducida en Uruguay, este ha venido incrementándose en los últimos años como fue destacado en informes anteriores y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento.

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo a las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubican en torno al 6% a mediados de 2024..

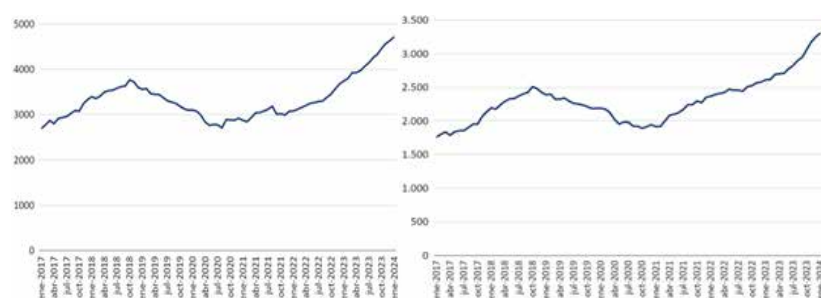
### ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios

y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares crecen tendencialmente, y se benefician de la apreciación del peso, impactando positivamente sobre la compra de bienes durables (automóviles, inmuebles, entre otros). Esto también se ve reflejado en indicadores cualitativos de sentimiento como las expectativas de los consumidores que se encuentran en zona de optimismo según el último relevamiento realizado por la Universidad Católica.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras trajeron aparejado una reducción en el costo de los créditos hipotecarios que derivó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a enero de 2024 creció 22% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 25%. Ambos incrementos ratifican el dinamismo del crédito hipotecario, en un contexto favorable para estas operaciones. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se ubican en torno a 4,7% promedio durante este año.

**Gráfico 11 y 12 – Créditos hipotecarios en UI**  
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: BCU

Las condiciones de los créditos hipotecarios han continuado mejorando, lo que apuntala su desempeño reciente. No obstante, la penetración del crédito continúa siendo reducida aunque ha aumentado marginalmente. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, solo un quinto de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

**Gráfico 13 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario**



Fuente: Sáder & Calvete (Marzo 2024).

Al comparar este indicador con los resultados de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto aproximadamente la mitad de los encuestados piensa financiar la compra con un crédito. Adicionalmente, se debe considerar que la coyuntura económica es favorable para el desarrollo del crédito hipotecario. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación respecto al dólar durante los últimos años, aumentando los ingresos de los hogares medidos en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiben cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar.

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comienza a revertirse con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos que ha comenzado a expandir su política monetaria nuevamente. No obstante, se espera una reducción gradual de las tasas a nivel global, favoreciendo a la inversión inmobiliaria en el futuro próximo.

A pesar de ello, y en contraposición al mundo, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera. Este fenómeno habría sido explicado por dos factores, uno de carácter real vinculado a la fortaleza del sector externo, en especial la IED, y otro financiero vinculado a las tasas de interés de los instrumentos locales.

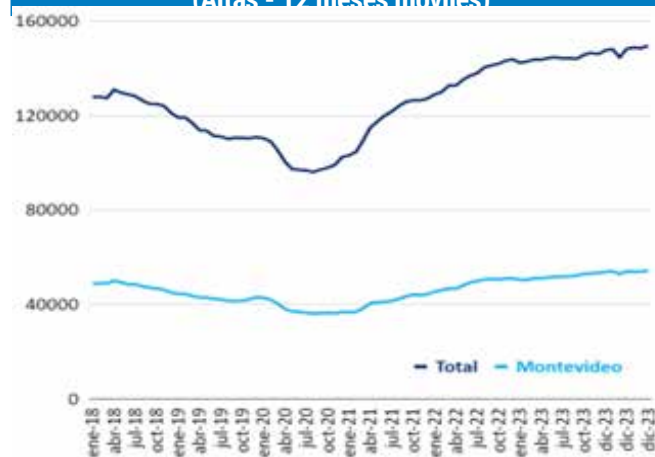
La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados.

### iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma conveniente. Es por eso que debe ser complementada con fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y las operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. **Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores continúa evidenciando la fortaleza del mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector.**

En este sentido, la información publicada por el INE en base a la Dirección Nacional de Registro señala que hasta julio de 2024, las inscripciones de compraventa crecieron casi 4% para el total del país, y casi 5% para Montevideo respecto al año cerrado a julio 2023. Esto confirma que los indicadores de compraventa mantienen el crecimiento, ratificando el desempeño del mercado inmobiliario.

**Gráficos 14 Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Altas - 12 meses móviles)**



Fuente: INE en base a DNR y MEF

Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales mantiene una relativa estabilidad en los últimos meses, con una leve reducción en torno al 1% a agosto 2024, respecto a un año atrás. Igualmente debe notarse que el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro lado, se debe señalar que la Vivienda Promovida está exenta de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos está teniendo un dinamismo relevante para el mercado, por lo que estas operaciones no quedan recogidas en el ITP.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Por un lado, los permisos de construcción continúan creciendo, al tiempo que los cotizantes al BPS en el sector de la construcción, si bien se han desacelerado, mantienen un leve crecimiento. Este último indicador pauta la demanda de mano de obra en el sector que provee servicios habitacionales aunque no solo refiere a la vivienda sino a todo tipo de obra de construcción. Por último, del lado de los hogares, las expectativas del consumidor se mantienen en zona positiva, de acuerdo al indicador de Confianza de Consumidor elaborado por la UCU, destacando la mejora en la predisposición de compra de bienes durables.

### iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE muestra cierta estabilidad en los precios en dólares en MOntevideo, y cierta tendencia creciente en el resto del país lo que denota cambios en la composición de las compraventas por zona, siendo Montevideo el departamento que más se ha beneficiado del régimen de Vivienda Promovida, más que cambios en la valorización relativa por geografía.

**Gráfico 15 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares (derecha)**



Fuente: INE en base a DNR

Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso. De todas formas el fenómeno de inflación en dólares que favorece la transaccionalidad pero incrementa los costos de producción, podría impactar en el precio de los inmuebles en el corto plazo. En particular, para las obras nuevas, este fenómeno podría llevar a revisar las listas de precios que se están produciendo (o se desarrollarán en el futuro) dado el incremento de los costos de producción.



Respecto a los contratos de alquiler, se evidencia un aumento anual en pesos nominales de entre 8% y 5% para los contratos nuevos y vigentes, respectivamente de acuerdo a la información a junio de 2024. Esto implica un crecimiento real de entre 3 y 0%, según el tipo de contrato. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo además el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

**Gráfico 16 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)**



Fuente: INE en base a DNR

### iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

No se esperan cambios significativos en el contexto macroeconómico que afecten al mercado inmobiliario de forma negativa. Por el contrario, el entorno económico es favorable para la demanda de inmuebles, en tanto se profundiza el proceso de mejora del ingreso de los hogares, reforzado por la acumulación de inflación en dólares. Esto, a su vez, se beneficia de un aumento en los créditos hipotecarios y mejores condiciones de acceso por parte de los hogares.

## 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 alentador para mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios, con impacto positivo en la generación de nuevos 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.

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. El "Plan Entre Todos" del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) con créditos correspondientes a las partidas presupuestales destinadas a subsidios habitacionales de capital (Contribuciones Económicas No Reembolsables) regulada por los artículos 465 y 466 de la Ley 19.924 (y modificativas) y por el artículo 14 del Decreto Reglamentario 59/022 de 7 de febrero de 2022 configuran una nueva línea de acción política para que algunos sectores que hoy no acceden al mercado inmobiliarios, puedan acceder a la vivienda como propietarios.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras<sup>16</sup>.

Para la institucionalidad del sector emerge un riesgo asociado a la eventual revisión de algunos esquemas de exoneración tributaria vigentes. Si bien esto dependerá del resultado del próximo ciclo electoral, algunos sectores políticos sostienen que el gasto tributario requiere revisiones y que algunos esquemas de exoneración pueden ser revisados para poder atender otras necesidades sociales. Si bien estas propuestas aún no han sido desglosadas, la Vivienda Promovida, los regímenes Comap y otros esquemas sectoriales específicos podrían ser sujetos de revisión dependiendo el resultado de las elecciones.

<sup>16</sup>. La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

### 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. El mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; no obstante existen riesgos sobre la rentabilidad de los emprendimientos por la inflación en dólares que redundará en cierto aumento de precios. El escenario global se torna algo más favorable para la inversión en inmuebles. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

**El riesgo de políticas públicas.** Es reducido ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. En especial, los cambios en la Ley de Vivienda Promovida operan como un elemento dinamizador del sector vivienda. No obstante, el resultado de las elecciones presidenciales podría implicar revisiones a los esquemas de exoneraciones tributarias a nivel general, pudiendo afectar al sector inmobiliario. *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.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)<sup>17</sup> de la escala de nuestra metodología.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

<sup>17</sup>. **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.**