

INFORME DE SEGUIMIENTO

Standard & Poor's International Ratings Services LLC

Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I

 María Sol Ventura, Buenos Aires, (54) 11-4891-2114, sol.ventura@sandp.com;
 Facundo Chiarello, Buenos Aires, (54) 11-4891-2134, facundo.chiarello@sandp.com

Fecha de Dictamen:

27 de abril de 2015

RESUMEN DE LA EMISIÓN
Fecha de emisión de los títulos de deuda:

Julio de 2011

Fecha de Vencimiento teórico:

 Títulos de Deuda Serie 1:
 31 de Diciembre de 2015

Fecha de vencimiento legal:

 Títulos de Deuda Serie 1 y
 Certificados de Participación:
 31 de Diciembre de 2031

Activo Subyacente:

Sumas aportadas por los fideicomitentes e inmuebles

Fideicomitentes:

Son quienes integran las cuotas al fideicomiso o adquieren los títulos de deuda

Entidad Representante:

Bolsa de Valores de Montevideo

Fiduciaria:

Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Ley Aplicable:

República Oriental del Uruguay

Este informe de calificación está basado en información provista a abril de 2015. La calificación asignada podría experimentar cambios ante variaciones en la información recibida. Para obtener la última actualización, por favor comunicarse con Standard & Poor's al (54) 11-4891-2100.

Calificaciones en la escala nacional para Uruguay

Clase	Calificación asignada	Monto emitido
Títulos de Deuda Serie 1	uyBBB (sf)	US\$1.171.701
Certificados de Participación S1B1CS	Sin calificación	\$11.812.500
Certificados de Participación S1B1CE	Sin calificación	\$1.246.734.120
Certificados de Participación S1B1CT	Sin calificación	\$2.774.217.600
Certificados de Participación S1B1CA	Sin calificación	\$346.500.000
Certificados de Participación S1B2CS	Sin calificación	\$11.812.500
Certificados de Participación S1B2CE	Sin calificación	\$1.679.624.100
Certificados de Participación S1B2CT	Sin calificación	\$3.812.862.732
Certificados de Participación S1B2CA	Sin calificación	\$472.500.000
Certificados de Participación S1BCMC	Sin calificación	\$401.800.000

Nota 1: Las calificaciones asignadas a cada clase podrían ser modificadas en cualquier momento.

Fundamentos de la calificación

Standard & Poor's decidió conservar la calificación 'uyBBB (sf)' en la escala nacional de calificaciones para Uruguay asignada a los títulos de deuda serie 1 del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I. Los certificados de participación no cuentan con calificación de riesgo.

La calificación otorgada a los títulos de deuda serie 1 señalan la probabilidad de pago de los intereses en tiempo y forma y capital a la fecha de vencimiento legal del fideicomiso financiero.

Para la calificación inicial Standard & Poor's realizó un análisis de sensibilidad del presente fideicomiso financiero donde se analizó la suficiencia de los flujos durante la vida esperada de la transacción para garantizar el pago de los títulos de deuda serie 1 en la fecha de vencimiento legal. Como resultado del mismo, Standard & Poor's consideró que de conservarse los niveles de las principales variables que afectan el proyecto –entre ellas, el nivel de inflación, el costo de construcción, el nivel de salarios, y el nivel de actividad económico– los títulos de deuda serie 1 podrían ser pagados de acuerdo a las condiciones de emisión. Standard & Poor's considera que dichas variables no han sufrido cambios significativos durante los últimos 12 meses.

Un deterioro de alguna de las variables descriptas anteriormente podrá afectar la disponibilidad de ingresos al fideicomiso y eventualmente afectar el repago de los títulos de deuda serie 1 y la conclusión del proyecto con la construcción de los inmuebles previstos para los fideicomitentes B.

La calificación asignada a los títulos de deuda serie 1 se sustentan en:

- Un adecuado **nivel de aforo inicial** para los títulos de deuda serie 1 provisto por los aportes de los fideicomitentes B;
- Las **adecuadas características legales y financieras** del fideicomiso, así como la existencia de cuentas a nombre del fideicomiso;
- La **buena calidad de gestión y administración** de la cartera de aportes. El administrador (Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.) cuenta con **adecuados sistemas de cobranza** y seguimiento de deudores morosos, con personal apropiado, y sistemas de reporte y seguimiento;
- El adecuado flujo de fondos proveniente de los activos subyacentes del fideicomiso que respalda la emisión calificada.

Estructura Financiera

En la fecha de emisión se constituyó el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I. Contempla dos tipos de fideicomitentes: i) los A quienes adquirieron los títulos de deuda Serie 1 y ii) los B quienes obtendrán los diferentes certificados de participación de acuerdo al contrato que hayan firmado con Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Los fideicomitentes A aportaron al fideicomiso financiero US\$1.171.701 para integrar la cuenta de gastos y afrontar los gastos iniciales del fideicomiso financiero (incluyendo los de integración y suscripción de los fondos comprometidos por los fideicomitentes B). Los títulos de deuda serie 1 tienen un vencimiento teórico el 31 de diciembre de 2015 que se cumplirá de acuerdo a el mismo porcentaje a la evolución de la construcción de los inmuebles (previstos en el contrato de fideicomiso financiero como 'Ritmo de Adjudicación'). El plazo legal para la cancelación de los títulos de deuda serie 1 será el 31 de diciembre de 2031.

Por su parte, los fideicomitentes B deberán realizar 240 aportes mensuales, reajustables y consecutivas los cuales les darán derecho a que les sea construido un departamento o una casa. Dichas cuotas serán reajustables mensualmente de acuerdo a lo informado por el Índice de Costo de la Construcción informado por el Instituto Nacional de Estadísticas de la República Oriental del Uruguay.

Es así como el activo subyacente del fideicomiso financiero está integrado por los siguientes bienes:

- Aportes de los fideicomitentes A
- Aportes de los fideicomitentes B
- Los inmuebles
- Las Casa
- Los Departamentos
- Los fondos depositados en las cuentas fiduciarias
- Los resultados de las inversiones realizadas con los fondos líquidos (es decir, aquéllos que no se asignan al pago de los gastos o al pago de construcciones e inversiones en tierras).

Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. (o la Fiduciaria) actúa en representación de los fideicomitentes B. La Fiduciaria tiene dentro de sus responsabilidades, entre otras, las siguientes: percibir y administrar los fondos de los fideicomitentes B para invertirse en la construcción de los departamentos y/o las casas; firmar los contratos con las empresas constructoras, contratistas u otros profesionales para asegurar la construcción de los inmuebles; representar al fideicomiso en todos los asuntos administrativos y/o judiciales; confeccionar y presentar anualmente un balance representando la situación contable del fideicomiso financiero.

La Bolsa de Valores de Montevideo ha firmado un acuerdo de representación de los tenedores de los títulos valores y de los certificados de participación. Bajo el mismo, representará legalmente a los tenedores de los títulos valores y de los certificados de participación para defender sus derechos e intereses colectivos.

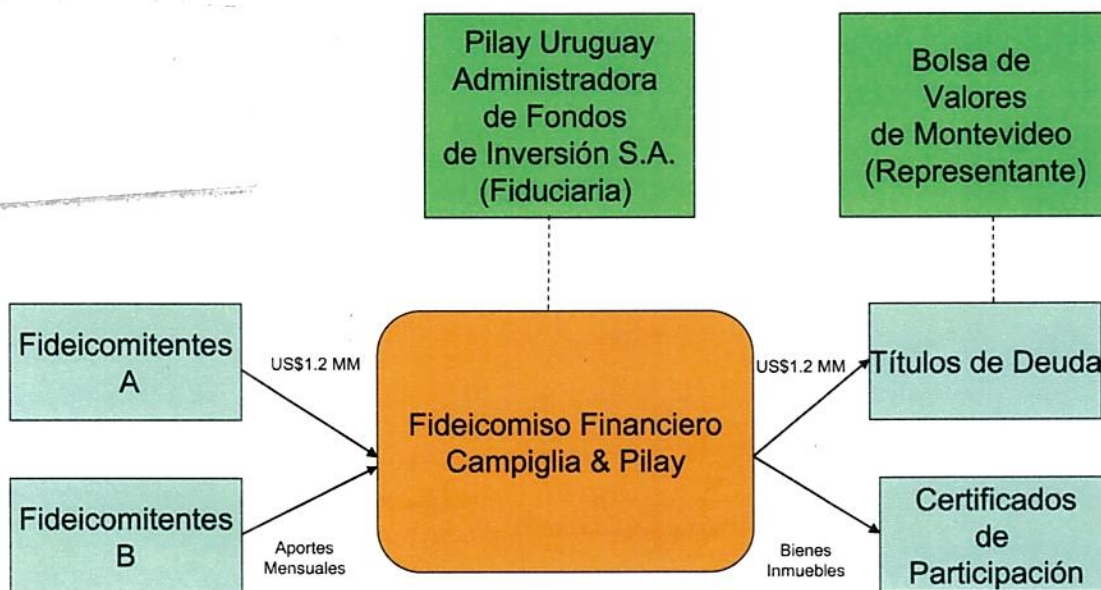
Protecciones y mejoras crediticias

Los títulos de deuda serie 1 cuentan con un nivel adecuado de aforo provisto por los aportes de los fideicomitentes B, tenedores de los certificados de participación.

La fiduciaria reserva todos los meses un 15% de los ingresos realizados por los fideicomitentes B a fin de asegurar el pago anual de capital e interés de los títulos de deuda serie 1.

Además, existe un fondo para gastos, que cubrirá los gastos del fideicomiso. (Ver 'Gastos del Fideicomiso' para información adicional).

El esquema a continuación muestra la estructura del fideicomiso financiero:



Mecanismos de repago de los títulos de deuda y de los certificados de participación

Términos de los títulos de deuda y de los certificados de participación			
Clase	Fecha de Emisión	Frecuencia de Pagos	Tasa de Interés
Títulos de deuda Serie 1	Julio de 2011 (para los títulos de deuda) y Mensual (para los certificados de participación)	Interés: Anual Capital: Anual	5% efectivo anual
Certificados de Participación		-	-

Los **títulos de deuda serie 1** dan derecho al cobro anual de los siguientes servicios: i) en concepto de interés un interés fijo equivalente al 5% efectivo anual; y ii) en concepto de principal, a un esquema de amortizaciones parciales a partir de diciembre de 2012. El pago de amortizaciones se realizará en el mismo porcentaje a la evolución de la construcción de los inmuebles (previstos en el contrato de fideicomiso financiero como 'Ritmo de Adjudicación'). Durante los primeros 10 días de diciembre de cada año, mientras exista un saldo pendiente de pago para los títulos de deuda, la fiduciaria informará al representante de los fideicomitentes A y B y publicará en la página web del fideicomiso los compromisos constructivos exigibles en el respectivo año, conforme los ingresos efectivamente percibidos hasta el mes de noviembre inclusive de ese año, y el porcentaje en que dicho compromiso ha sido cumplido. Dicho informe deberá haber sido auditado por la auditoría externa del fideicomiso financiero. De cumplirse con el esquema de adjudicaciones previsto en el contrato de fideicomiso financiero, los títulos de deuda Serie 1 harán un pago anual del 10% del saldo de capital para el año 2012, del 20% para los años 2013 y 2014 y el 50% restante se pagará en 2015. De lo contrario, los títulos de deuda podrán repagarse hasta el 31 de diciembre de 2031. Los pagos de servicio de deuda se realizarán el 28 de diciembre de cada año.

A fines de posibilitar el pago anual de servicios de deuda, la fiduciaria reservará un 15% de los ingresos provenientes a los fideicomitentes B hasta cubrir el siguiente pago de deuda.

Los tenedores de los **certificados de participación** serán los fideicomitentes B, por lo que finalizado el plazo contractual recibirán una casa o un departamento de acuerdo al convenio de adhesión firmado oportunamente.

Orden de prelación de pagos de servicios de deuda:

El flujo de las cobranzas percibidas es destinado en el siguiente orden de prelación:

Mientras que no ocurra un evento de liquidación:

1. Pago de interés a los fideicomitentes A

2. Pago de los gastos generados por la administración y promoción del fideicomiso e impuestos del fideicomiso, pagos a la fiduciaria por la administración de las obras y pagos a la empresa constructora
3. Pago de las tierras a adquirir para la construcción de los bienes inmuebles y los costos de construcción de los mismos.
4. Pago de amortización a los fideicomitentes A

Los fideicomitentes A tienen un derecho prioritario sobre cualquier obligación exigible en el año 2031 para que les sea amortizado el remanente de capital de los títulos de deuda que quedase impago de los años precedentes.

Supuestos de Liquidación

El fideicomiso financiero podrá liquidarse ante los siguientes supuestos:

- Extinción del fideicomiso financiero
- Por resolución de la asamblea de fideicomitentes
- Transcurso del plazo establecido
- Cualquier otra causa prevista (o no) en el contrato de fideicomiso financiero

Ante un supuesto de liquidación, el esquema de pagos y distribución del pasivo será el siguiente:

1. Sumas adelantadas por los fideicomitentes A
2. Honorarios de la fiduciaria y la empresa constructora
3. Pago de los créditos de los fideicomitentes B (siempre que sus pagos estén al día)
4. Pagos a los fideicomitentes B renunciantes o excluidos

Análisis Crediticio – Calidad de los Activos Subyacentes

Descripción de la fiduciaria

El sistema Pilay permite que las personas que suscriban contrato con la empresa tengan derecho a recibir un departamento o una casa luego del pago de 240 cuotas mensuales ajustables por el índice de la construcción y 40 cuotas de aguinaldo. De acuerdo a un sistema de puntaje o de oferta dineraria se licitan los bienes inmuebles para ser otorgados a cada aportante.

Mediante una alianza comercial, el grupo constructor uruguayo, Campiglia Construcciones, y Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. han acordado comercializar bienes inmuebles de acuerdo al sistema Pilay. Este sistema fue creado por Pilay S.A. en la ciudad de Santa Fe, República Argentina en 1985. La empresa lleva construidos 150.000 m² en las ciudades de Rosario, Córdoba, Santa Fe y Paraná (todas en la República Argentina) y cuenta con más de 27.000 inversores. Durante el 2013, la Comisión Nacional de Valores de la República Argentina autorizó la emisión del Programa Global de Fideicomisos Inmobiliarios Pilay donde se prevén la construcción de 30.000 departamentos en diferentes ciudades de ese país. Asimismo, en 2014 se aprobó la emisión del Fideicomiso Financiero Pilay I mediante el cual se proyectan construir 10.000 departamentos en la ciudad de Santa Fe y Paraná (Argentina).

En Uruguay han lanzado el programa de comercialización en octubre de 2009. Para la República Oriental del Uruguay, se ha diseñado un plan de marketing para lograr la incorporación de 5.000 fideicomitentes B. Dentro del sistema Pilay los fideicomitentes B podrán contratar la construcción de un departamento o una casa. Los departamentos podrán ser de 1 o 2 dormitorios, es decir de 55m² o 75 m² respectivamente. Contarán además con un living comedor, cocina y baño. Los departamentos se construirán sobre los terrenos que adquirirá en propiedad fiduciaria la Fiduciaria, con los fondos aportados por los Fideicomitentes B. Los departamentos se ubicarán dentro del radio de construcción delimitado por los barrios de la ciudad de Montevideo: Tres Cruces, Cordón, Parque Batlle, Malvín, Buceo, Pocitos, Centro, Barrio Sur, Palermo y Parque Rodó.

A su vez, para la construcción de las casas, el fideicomitente B deberá aportar en propiedad fiduciaria el terreno en donde pretende que se construya la casa. La fiduciaria determinará si a su criterio esa ubicación permitiría eventualmente una rápida enajenación en caso de falta de pago por parte del fideicomitente. La construcción y/o adquisición se realizará una vez concluida la edificación del bien originalmente adjudicado (departamento de 1 o 2 ambientes), el cual, en caso de aceptarse la solicitud, se venderá y/o será nuevamente adjudicado según resulte más conveniente para el fideicomiso.

Los inmuebles serán adjudicados de acuerdo a dos modalidades: adjudicación por mayor aporte dinerario adelantado o adjudicación por mayor puntaje. Para la adjudicación, el Fideicomitente deberá estar el día con el pago de las cuotas y deberá haber abonado la cuota del mes correspondiente a la adjudicación en tiempo y forma. La adjudicación por mayor aporte dinerario, se realizará por medio de carta-sobre cerrado, resultando ganador el fideicomitente B que haya ofrecido el mayor monto. En caso de existir ofertas iguales, resultará ganador el oferente que

hubiera ingresado con anterioridad al fideicomiso. Y en caso de ser semejante la antigüedad ganará aquél que tenga mayor puntaje de acuerdo a lo establecido en el contrato de fideicomiso.

El puntaje a ser otorgado a cada fideicomitente B dependerá de las siguientes variables:

- (a) Puntaje por Matrimonio, Nacimiento o Adopción de Hijos: El fideicomitente -previa acreditación con las partidas de matrimonio, nacimiento o adopción- podrá computar en su oferta: matrimonio: 10 puntos y 5 puntos por nacimiento o adopción de un hijo.
- (b) Puntaje por Antigüedad: Por permanecer en el fideicomiso y estar al día en el pago de las cuotas, el fideicomitente podrá computar, cada seis meses de antigüedad, 2 puntos.
- (c) Puntaje por el aporte adelantado de cuotas: Cada cinco cuotas adelantadas por el fideicomitente, podrá computar 1 punto.
- (d) Puntaje por la presentación de Amigos: Por la primera persona recomendada por el fideicomitente que ingrese al fideicomiso, abonando la inscripción y las tres cuotas consecutivas: 4 puntos. Por la segunda persona referida que ingrese cumpliendo las precitadas condiciones: 6 puntos. A partir de la tercera persona referida que ingrese de tal manera: 8 puntos.
- (e) Puntaje por avance en los estudios: El fideicomiso contempla una ventaja excepcional premiando el avance en sus estudios primarios, secundarios y universitarios con puntos a computar en la oferta para las adjudicaciones por mayor puntaje. Por ciclo lectivo aprobado, primario y/o secundario: 2 puntos. Por cada materia universitaria aprobada por el fideicomitente B o un hijo que al efecto haya designado: 1 punto. Por la graduación universitaria: 5 puntos. La certificación extendida por la respectiva entidad educativa, Universidad y/o Facultad, servirá de suficiente título acreditante. En los estudios universitarios para computar el puntaje será condición indispensable haber aprobado una materia en los últimos doce meses y no haber culminado sus estudios. Cada fideicomitente podrá designar un solo hijo a los efectos del puntaje, salvo en el caso de los estudios primarios y secundarios, donde podrá hacerlo con todos sus hijos. Si no tuviera hijos podrá designar un solo pariente.
- (f) Puntaje por inversión previa en el Sistema Pilay: A aquellos inversores que hubieran invertido previamente en el fideicomiso Campiglia & Pilay, o en el Sistema Pilay en Argentina, se les adjudicará un puntaje de 4 puntos al firmar un nuevo contrato del citado fideicomiso.

Dentro de los 10 días hábiles siguientes a la realización de las licitaciones la fiduciaria deberá publicar los resultados de las mismas en un diario, por lo menos, elegido entre los de mayor circulación, debiéndose consignar en esta información los números que individualicen los contratos favorecidos.

De cumplirse con todos los pagos teóricos de las cuotas de los fideicomitentes B, cada subgrupo de 500 personas tendrá la siguiente secuencia de adjudicaciones:

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

Las secuencias de adjudicaciones, serán fijadas por la Fiduciaria y comunicadas a los Fideicomitentes con no menos de 30 días de anticipación a la fecha de cada acto.

Todas las adjudicaciones se realizarán según el flujo de fondos disponible y han sido fijadas previendo un 100% de pago de los aportes comprometidos por los Fideicomitentes. Si tal porcentaje disminuyera afectará proporcionalmente el número de unidades a entregar, pero no el derecho de los Fideicomitentes que se encuentren al día en el pago de sus obligaciones de recibirlas oportunamente. Las adjudicaciones comenzarán a contarse a partir del momento en que el Fideicomiso quede íntegramente constituido.

Determinación de la suficiencia del activo subyacente

Para la calificación de transacciones de financiamiento estructurado, Standard & Poor's realiza un análisis de la suficiencia de los flujos durante la vida esperada de la transacción para garantizar el pago de los intereses y el capital en la fecha de vencimiento legal.

Análisis de sensibilidad: Para la transacción objeto de este informe, se analizó el flujo esperado de ingresos y egresos del fideicomiso financiero para una cartera inicial de 560 contratos provistos por la fiduciaria. Dicho flujo teórico fue evaluado - de acuerdo al nivel de calificación asignado a los títulos de deuda serie 1- mediante diferentes variables que podrían afectar la disponibilidad de fondos para el pago de servicio de deuda de los títulos de deuda.

Las variables iniciales consideradas para realizar este análisis de sensibilidad fueron las siguientes:

- Ingresos Proyectados: Se consideró el flujo esperado de los 560 aportes iniciales durante la vida del fideicomiso financiero. Se asumió el ritmo de adjudicaciones estipulado en el contrato de fideicomiso financiero. El aporte inicial de los fideicomitentes A por US\$1.171.701 fue tomado al tipo de cambio vigente a la fecha de calificación inicial entre el dólar y el peso uruguayo dando como resultado la obligación del fideicomiso de repagar \$22.800.000 millones de pesos en la fecha de vencimiento legal de los títulos de deuda serie 1.
- Ritmo de incorporación de nuevos contratos: No se consideró el ingreso de nuevos contratos, se asumió que la cantidad total de contratos no variaría de 560.
- Egresos proyectados: Para el análisis del flujo de fondos se tuvieron en cuenta: los costos de construcción, de acuerdo a lo informado por la fiduciaria, que representan los costos vigentes a la fecha para la construcción de este tipo de inmuebles en Montevideo. Asimismo, se consideraron el pago de impuestos, los gastos de administración y los gastos de administración de obra a ser percibidos por la fiduciaria a lo largo de la vida del fideicomiso financiero.
- Pérdida crediticia: Se aplicó al flujo de fondos resultante una pérdida esperada de hasta el 21% que pueden ser resultado de mora en el pago de los créditos o un eventual incremento en los costos a ser afrontados por el fideicomiso financiero. El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera son acordes a un escenario de calificación 'uyBBB (sf)'.
(Nota: El texto original contiene un error de redacción: "Se aplicó al flujo de fondos resultante una pérdida esperada de hasta el 21% que pueden ser resultado de mora en el pago de los créditos o un eventual incremento en los costos a ser afrontados por el fideicomiso financiero. El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera son acordes a un escenario de calificación 'uyBBB (sf)'")
- Timing de la pérdida: Las pérdidas crediticias fueron aplicadas a los créditos lo largo de toda su vida. Se consideraron escenarios que distribuyen la pérdida total en distintos momentos.
- Sensibilización del cupón: A fin de realizar el análisis de sensibilidad se consideró una tasa de interés fija del 5% anual para los títulos de deuda serie 1.

Como resultado del análisis de sensibilidad, Standard & Poor's consideró que bajo los niveles actuales de las principales variables que afectan el proyecto –entre ellas, el nivel de inflación, el costo de construcción, el nivel de salarios, y el nivel de actividad económico- los títulos de deuda serie 1 podrán ser pagados de acuerdo a las condiciones de emisión. Asimismo, el proyecto en general dadas las condiciones actuales (para los aportantes existentes) podrá ser concluido en el plazo legal del fideicomiso financiero. Un deterioro de alguna de las variables descriptas anteriormente podrá afectar la disponibilidad de ingresos al fideicomiso y eventualmente afectar el repago de los títulos de deuda serie 1 y la conclusión del proyecto con la construcción de los inmuebles previstos para los 560 fideicomitentes B.

Es importante destacar, que nuestros supuestos iniciales con respecto a la cantidad de contratos firmados y activos con los que contaría el fideicomiso financiero ya han sido sobrepasados. Según lo informado por Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A., al 31 de diciembre de 2013 el fideicomiso contaba con 1.346 contratos activos de los cuales 945 se encuentran con sus pagos al día.

Seguimiento de la Serie

En diciembre de 2014, siguiendo el orden de prelación de pagos, se han realizado los pagos de servicio de deuda de capital e interés para los titulares de los Títulos de Deuda Serie 1. El saldo remanente de capital a diciembre de 2014 es US\$585.851.

Asimismo, siguiendo la cláusula 6.1 del contrato, el Fideicomiso Financiero reserva el 15% de los ingresos realizados por los fideicomitentes B para asegurar el pago de servicios de principal e interés de los Títulos de Deuda Serie 1.

En octubre de 2012, se finalizó la construcción del edificio Torreseis y ya desde el año 2012 se han comenzado a entregar los departamentos pertenecientes a los fideicomitentes B.

Por su parte, de acuerdo al reporte del auditor del fideicomiso Auren, el avance de la obra para E-Tower se encuentra activo y en evolución. Se prevé que la construcción de la torre esté finalizada en junio de 2015.

Respecto al comportamiento de los principales factores que determinan el comportamiento del proyecto, y por lo tanto del repago de los títulos podemos indicar:

- Mantenemos las expectativas de continuo crecimiento económico de Uruguay y en los adecuados indicadores fiscales y externos, consecuencia de políticas prudentes de manejo de deuda por parte del gobierno nacional uruguayo. Consideramos dichos aspectos como positivos para mantener el nivel de actividad económica y empleo y por lo tanto el normal desenvolvimiento del proyecto;
- La inflación en Uruguay ha mostrado una tendencia por encima del objetivo del Banco Central del Uruguay del 7,55% a marzo de 2015 en relación al rango meta establecido entre 3% y 7% para 2015. La relación entre el nivel de precios y salarios es fundamental para proyecto. La evolución de precios no solo encarece el costo del proyecto, sino que determina la disponibilidad real de cada familia para hacer frente al pago en tiempo de las cuotas. Standard & Poor's considera que dichas variables no han sufrido cambios significativos durante los últimos 12 meses.
- Al 31 de diciembre de 2014 el Fideicomiso Financiero cuenta con la siguiente cantidad de contratos y fideicomitentes B:

	Proyecto Joven (UJ 001 y UJ 002)	Proyecto Vivienda (UV 001 y UV 002)
Cantidad de Contratos activos	819	588
Cantidad de Contratos al día	507	359
Cantidad de Fideicomitentes activos	629	462
Cantidad de Fideicomitentes al día	405	308

El comportamiento de pago de los fideicomitentes B es muy bueno, hecho que se ve reflejado en el ritmo de adjudicaciones de los departamentos que durante el año pasado fue mayor a las obligadas si se considerasen licitaciones a prorrata de acuerdo a la cantidad de fideicomitentes B de cada proyecto. Para que un fideicomitente pueda ser elegido para la licitación de un departamento se debe contar como mínimo con un año como aportante y no tener atraso en el pago de las cuotas.

Al 30 de noviembre de 2014, se habían adjudicado 35 unidades correspondientes al Proyecto Joven (y sólo hubiesen correspondido adjudicar 14) y 41 unidades del Proyecto Vivienda (sólo hubiesen correspondido adjudicar 14) de acuerdo a lo informado por Auren en su auditoría del 30 de noviembre de 2014.

Análisis de aspectos operativos relacionados con el Administrador de Activos

Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. fue sido designada como administrador de los fondos percibidos por los fideicomitentes B a lo largo de la vida del fideicomiso financiero. Como tal, debe realizar las cobranzas de los aportes y transferir los fondos a la cuenta del fideicomiso mensualmente.

Standard & Poor's considera que Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. posee un riesgo operativo adecuado en relación a la administración del presente fideicomiso financiero.

Estructura Legal

Se han evaluado y analizado los aspectos legales de los documentos de la operación que sustentan las calificaciones otorgadas. Para ello se ha contado con la colaboración de los asesores legales de la operación y de los asesores legales de Standard & Poor's. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Prospecto Informativo
- Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I
- Adenda del Documento de Emisión del 24 de junio de 2013

Luego del análisis de la documentación se ha comprobado que los aspectos legales del fideicomiso calificado son adecuados en relación con la calificación asignada.

Gastos del Fideicomiso Financiero

La Fiduciaria abrió una cuenta en pesos en el Banco Bilbao Vizcaya Uruguay con el producido de la colocación de los títulos de deuda Serie 1 para afrontar los gastos del fideicomiso financiero entre los que se incluyen pago a la fiduciaria, a la empresa constructora y costos de construcción. En caso de insuficiencia para hacer frente a los gastos iniciales del fideicomiso, la fiduciaria seguirá las instrucciones de los fideicomitentes A. La Fiduciaria podrá realizar provisiones para afrontar el pago de los gastos esperados del fideicomiso financiero en cualquier momento a lo largo de la vida del fideicomiso financiero.

Fuentes

- Prospecto Informativo
- Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I
- Información suministrada por Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.
- Adenda del Documento de Emisión del 24 de junio de 2013
- Informes de Auditoría Auren del 30 de noviembre de 2014

Definición de las calificaciones asignadas

La escala de calificaciones locales para la República Oriental del Uruguay utiliza los símbolos globales de Standard & Poor's con la adición del prefijo "uy" (República Oriental del Uruguay) y está dirigida al mercado financiero uruguayo, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de Standard & Poor's.

Títulos de deuda Serie 1: 'uyBBB (sf)

Una obligación calificada 'uyBBB' contempla parámetros de protección adecuados en relación con otras obligaciones en el mercado nacional, pero es más probable que condiciones económicas adversas o cambios circunstanciales lleven a un debilitamiento de la capacidad del emisor para cumplir sus compromisos financieros sobre la obligación.

Reporte de divulgación 17g-7 de Standard & Poor's

La Regla 17g-7 de la SEC requiere que una NRSRO, en cualquier reporte que acompañe una calificación crediticia relacionada con un título respaldado por activos como se define en la Regla, incluya una descripción de las declaraciones, garantías y mecanismos de ejecución disponibles para los inversores y una descripción sobre la manera en que difieren de las declaraciones, garantías y mecanismos de ejecución en las emisiones de títulos similares.

El Reporte de divulgación 17g-7 de Standard & Poor's que se incluye en este reporte de calificación está disponible en

<http://standardandpoorsdisclosure-17g7.com>

Los Servicios Afines provistos por Standard & Poor's International Ratings Services LLC son publicados en su página web, pudiendo ser accedidos cliqueando en el presente link:

<http://www.standardandpoors.com/ratings/ar-disclosure/es/la/>

Nota

Este informe debe ser analizado en forma conjunta con el prospecto de la emisión y la información allí contenida.

La escala de calificaciones locales para la República Oriental del Uruguay utiliza los símbolos globales de Standard & Poor's con la adición del prefijo "uy" (República Oriental del Uruguay) y está dirigida al mercado financiero uruguayo. La misma no incluye el riesgo soberano ni de potenciales controles de cambio; no diferencia entre emisiones de deuda denominadas en pesos o en dólares estadounidenses. Consecuentemente, no es directamente comparable con la escala global de calificaciones de Standard & Poor's.

Todas las opiniones expresadas en el presente informe reflejan exactamente nuestra opinión en relación a todos y cada uno de los valores o emisiones cubiertos por aquél. En ningún caso nuestra compensación ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada a las opiniones específicamente expresadas en este informe.

Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services son resultado de actividades realizadas de manera independiente, diseñadas con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Los informes y calificaciones de Standard & Poor's son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, mantener o vender título alguno. Standard & Poor's ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida durante el proceso de calificación.

Las calificaciones e informes se basan en la información recibida del emisor u obtenida por Standard & Poor's de otras fuentes consideradas confiables. Standard & Poor's no realiza "due diligences" y/o tareas de auditoría en relación a cualesquiera de sus calificaciones y, puede, en su caso, utilizar información financiera no auditada. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas o retiradas como resultados de cambios en el contenido o disponibilidad de la información, o sobre la base de cualesquiera otras circunstancias. Todos los derechos reservados por Standard & Poor's, una división de The McGraw-Hill Companies, Inc., representante legal en Uruguay, Sres. César Arostegui y Marcelo Lasowski, Ituzaingó 1324, Piso 8°, Montevideo Uruguay. Prohibida su reproducción total o parcial.