Buenos Aires, 11 de julio de 2025

FIDEICOMISO FINANCIERO PILAY I

INFORME TRIMESTRAL COMPLETO

PROGRAMA GLOBAL DE FIDEICOMISO INMOBILIARIO PILAY

Títulos Calificados	Monto	Calificación	Vencimiento
CP Sub-Clase A-1	$ 2.000.000	BBB+	14-05-2039
CP Sub-Clase A-2	$ 6.000.000	BBB+	14-05-2039
CP Sub-Clase B-1	$ 600.000	BBB+	14-05-2039
CP Sub-Clase B-2	$ 1.400.000	BBB+	14-05-2039

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

Fiduciario y Emisor: PILAY S.A.

Fiduciante: Suscriptores de Certificados de Participación (CP).

Beneficiarios: Tenedores de CP.

Fundamentos principales de la calificación:

- La Diversificación de los activos del fondo se considera Favorable.
- La Calidad de los activos del fondo se considera Favorable.
- La Predictibilidad de los flujos generados por los activos del fondo se considera Adecuada.
- La capacidad de cumplir los compromisos se considera Suficiente para los CP.

Analista Responsable	Hernán Arguiz | harguiz@evaluadora.com
Consejo de Calificación	Jorge Day | Hernán Arguiz | Gustavo Reyes
Manual de Calificación	Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Riesgo del Haber de Fondos Cerrados de Crédito y Fondos Fiduciarios
Información Utilizada	Estados Contables al 31 de marzo de 2025

ANTECEDENTES DEL FIDUCIARIO

La actividad de Pilay S.A. como Fiduciario consiste en administrar Fideicomisos Financieros Inmobiliarios (estructurados como fondos de inversión directa) que desarrolla íntegramente.

La Sociedad se constituyó formalmente en 1979 en la Provincia de Santa Fe. Desde entonces y hasta 1985, bajo el sistema del consorcio tradicional, Pilay levantó seis edificios en propiedad horizontal, cumpliendo estrictamente las condiciones de obra pactadas.

En 1985 la Sociedad lanzó al mercado un producto nuevo que se constituyó en una opción sólida para nuevos propietarios de departamentos céntricos de alta calidad, abonando una cuota menor mientras no se habitaba la propiedad y otra similar al monto de un alquiler cuando se la recibía, con la ventaja de sumar en las ofertas licitatorias puntajes por matrimonio, nacimiento o adopción de hijos, avance en los estudios y presentación de amigos.

En 1988, consolidada la plaza de Santa Fe, el Sistema Pilay fue lanzado en Rosario mediante una alianza con Bauen Arquitectura S.R.L., una empresa constructora local de reconocida trayectoria.

En noviembre de 2006 la compañía celebró con GRIF S.A, empresa del Grupo Regam, una unión para el desarrollo del producto en la provincia de Córdoba, logrando de tal forma tener presencia en la región central del país brindando una alternativa de inversión.

Hasta el mes de mayo de 2012, momento en que Pilay S.A adoptó la decisión estratégica de transformar su producto en un fideicomiso financiero, se habían incorporado al Sistema Pilay más de 27.000 inversores.

Con fecha 21 de marzo de 2013 (mediante Resolución Nº17.047 modificada por la Resolución 17.053), la Comisión Nacional de Valores (CNV) autorizó la inscripción de la Sociedad en el Registro de Fiduciarios Financieros. Pilay S.A. es el fiduciario y emisor del Programa Global de Fideicomisos Inmobiliarios Pilay. En el mes de agosto de 2013, la CNV aprobó el programa global que prevé la construcción de 30.000 departamentos en los próximos veinte años en las ciudades de Santa Fe, Paraná, Rosario y Córdoba.

En fecha 30 de enero de 2014 la CNV autorizó la constitución del Fideicomiso Financiero Pilay I en el marco del Programa Global de Fideicomisos Inmobiliarios PILAY y el 14 de marzo de 2014 efectuó las notificaciones de oferta pública a la Bolsa de Comercio de Rosario y a la Bolsa de Comercio de Santa Fe. Con fecha 11 de agosto de 2016 la CNV otorgó también la autorización de oferta pública a los valores fiduciarios del Fideicomiso Financiero PILAY II.

Desde 2016 a la fecha se han construidos los Edificios San Jerónimo 62, 69, 71, 73, 77, 79, 88, 93 y 94 bajo el mencionado Fideicomiso.

Pilay S.A. se encuentra calificada por Evaluadora Latinoamericana S.A., agente de calificación de riesgo, en F2. Esta categoría representa estándares altos de profesionalismo y desempeño.

ANALISIS DE RIESGO

El análisis de riesgo se efectuó de acuerdo con el Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Riesgo del Haber de Fondos Cerrados de Crédito y Fondos Fiduciarios, registrado en la Comisión Nacional de Valores (CNV) por Evaluadora Latinoamericana S.A., Agente de Calificación de Riesgo.

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

I. ANALISIS PREVIO

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

II. PROCEDIMIENTO POSTERIOR

II.A. Calificación Preliminar

Objeto del Fideicomiso: hacer viable la participación de inversores en inmuebles a construir en el radio urbano de las ciudades de Santa Fe, y Paraná, y a subdividir en propiedad horizontal. Los aportes de los suscriptores de los Valores Fiduciarios constituyen el patrimonio fideicomitido que se aplica a la adquisición de los terrenos (en condominio con un Propietario de las Cocheras), construcción y equipamiento de los edificios, para la posterior entrega de las unidades resultantes a los titulares de CP.

Vigencia del Fideicomiso: el mismo comenzó su vigencia el 14 de mayo de 2014 (fecha de emisión) y a partir de allí tiene un plazo máximo de 25 años. Sin embargo, dicho plazo se podría ver reducido como consecuencia de la precancelación total de los valores fiduciarios, o prorrogado por acuerdo de la mayoría de los beneficiarios.

Bienes Fideicomitidos:

- Los importes integrados por los suscriptores de los valores fiduciarios.
- Los Inmuebles, desde su adquisición hasta la adjudicación.

- Los derechos correspondientes a los contratos de locación de obra.
- Los derechos correspondientes a los contratos de locación de servicios relativos a las obras.
- Los derechos correspondientes a los contratos de compraventa relativos a bienes que se incorporarán a los Inmuebles.
- Los fondos líquidos y el producido de su inversión.
- Los derechos de cobro sobre las pólizas de seguro a ser contratadas para cubrir las contingencias usuales de las operaciones previstas bajo el Fideicomiso.
- Los créditos por las Aportes Adicionales pendientes de integración, incluidos los realizados en concepto de mejoras solicitadas sobre las unidades.
- La cobranza en concepto de Aportes Adicionales.

El Patrimonio Fideicomitido constituye la única fuente de pago de los Valores Fiduciarios.

Certificados de Participación:

- Sub Clases A-1 y B-1: dichos CP dan derecho a sus titulares a la construcción y adjudicación de un departamento de un dormitorio en un radio determinado de la Ciudad de Santa Fe y de la Ciudad de Paraná respectivamente, en tanto el titular cumpla con su obligación de pagar los Aportes Adicionales correspondientes en conjunto con las demás obligaciones del Contrato Suplementario de Fideicomiso.
- Sub Clases A-2 y B-2: los mismos dan derecho a sus titulares a la construcción y adjudicación de un departamento de dos dormitorios en un radio determinado de la Ciudad de Santa Fe y de la Ciudad de Paraná respectivamente, en tanto el titular cumpla con su obligación de pagar los Aportes Adicionales correspondientes en conjunto con las demás obligaciones del Contrato Suplementario de Fideicomiso.

Es decir, respecto a ambas Sub-Clases, la letra indica la localización y el número la cantidad de dormitorios.

El Fideicomiso Financiero PILAY I termino el periodo de reaperturas del Período de Colocación en el mes de abril de 2019.

Aportes Adicionales: en todas las Sub-Clases, la suscripción de los CP conlleva la obligación para su titular de realizar aportes adicionales al fideicomiso a fin de sufragar los gastos de este, los costos de adquisición del terreno y la realización de las obras.

El Plan del Emprendimiento anexo al Contrato Suplementario indica el número y periodicidad de las cuotas en que se integrarán los Aportes Adicionales, el importe inicial de cada cuota a pagar hasta la entrega de la tenencia y su fórmula de ajuste por mayores costos (Cuota Espera), el importe de cada cuota que se devengue a partir del mes en que un titular reciba la tenencia de la correspondiente Unidad (Cuota Tenencia), las consecuencias en caso de incumplimiento en el pago de las Cuotas y el orden en que serán adjudicadas las Unidades.

El importe de cada Cuota se redeterminará mediante la variación informada por la Cámara Argentina de la Construcción, conforme su índice de variación de costos para un edificio tipo, en Capital Federal. Para el caso de comprobarse, mediante informe debidamente verificado por Auditor del Fideicomiso, que los incrementos operados en el costo de la construcción en el correspondiente período son superiores a los informados por la Cámara Argentina de la Construcción, el Fiduciario podrá redeterminar las cuotas según los resultados que arroje la fórmula paramétrica definida en el Plan del Emprendimiento.

A fin de asegurar el cumplimiento de la obligación de integrar los Aportes Adicionales, los CP están prendados desde su suscripción e integración a favor del Fiduciario. En caso de incumplimiento, los correspondientes CP serán enajenados por el Fiduciario.

Eventos de Incumplimiento: los servicios de deuda correspondientes a los VDF fueron cancelados en tiempo y forma el 30 de noviembre de 2018.

Endeudamiento Adicional: es importante agregar que el Fiduciario puede, con el fin exclusivo de anticipar el ritmo constructivo, tomar endeudamientos adicionales. Los Beneficiarios prestan su conformidad por el mero hecho de suscribir valores fiduciarios.

Segunda Adenda al Suplemento de Prospecto:

En agosto de 2014 se informó a la CNV la adquisición del primer terreno. El mismo se ubica en la ciudad de Santa Fe, departamento La Capital. PILAY adquirió el 89,44% indiviso de dicho terreno, mientras que Capitel S.A. adquirió el 10,56% indiviso a fines de aportar los fondos pertinentes para la construcción de cocheras, no previstas en el Suplemento de Prospecto.

En noviembre de 2014, PILAY resolvió la modificación del Suplemento de Prospecto con el objetivo de prever la construcción de cocheras en los edificios a erigir, su financiamiento por terceros y que pueda corresponder al Fideicomiso la propiedad de una porción indivisa de un condominio sobre los edificios. En marzo de 2015 la CNV autorizó dicha adenda.

Dado que los aportes de los fiduciantes sólo tienen por destino la construcción de viviendas, el Fiduciario debe procurar que uno o más terceros (Propietario de las Cocheras), incluyendo al Contratista Principal, adquiera una porción indivisa del Inmueble y construya las mismas (es requisito que se construya un determinado número de cocheras proporcional al número de viviendas).

A los fines indicados el Fiduciario debe celebrar con cada Propietario de las Cocheras un convenio donde el último se comprometa a (i) renunciar al derecho de solicitar la división del condominio por el plazo de cinco años, (ii) no enajenar su parte indivisa a personas físicas o jurídicas que no acrediten solvencia para asumir las obligaciones correspondientes y (iii) asumir el costo de construcción de las cocheras, asegurando ello con la hipoteca de su porción indivisa a favor del Fiduciario en relación con el Fideicomiso.

Dicho convenio no podrá otorgar al Propietario de las Cocheras privilegio alguno sobre el patrimonio fideicomitido y los derechos que otorgan los CP.

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

1. Diversificación: siendo que los activos del Fideicomiso son principalmente los importes aplicados a la adquisición de inmuebles, los derechos correspondientes a los contratos de locación de obra y los créditos por aportes adicionales de los tenedores de CP, se analiza la diversificación con respecto a los Fiduciantes.

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

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

El 50% de las unidades se adjudicarán por la primera metodología y el 50% restante por la segunda. El Fiduciario puede, de estimarlo conveniente para la promoción del Fideicomiso, incorporar como tercera metodología de asignación un sorteo ante escribano público, en una proporción no mayor al 34 % de las unidades a asignar. El remanente no adjudicado por sorteo se distribuirá en porcentajes iguales entre las primeras dos modalidades mencionadas.

El esquema del fideicomiso también prevé la renuncia o sustitución de los Fiduciantes. Estos, cualquiera sea la categoría, tienen la libertad de poder renunciar al Fideicomiso en el momento en que lo deseen mediante la cesión de sus CP con un preaviso de 30 días.

El Fiduciario posee el mandato legal suficiente por el plazo de duración del fideicomiso para transferir a terceros los CP y aportes adicionales correspondientes a los Fiduciantes que se aparten del Fideicomiso por falta de pago o renuncia.

A marzo de 2025, en encontraban vigentes 2.139 Certificados de Participación, que representaban el 45% de los CP emitidos.

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

2. Calidad: la calidad de los activos del fideicomiso se puede considerar a través de las obligaciones del Fiduciario, de los Fiduciantes titulares de los CP, del Propietario de las Cocheras, quien afronta los costos constructivos de las mismas, y del Contratista Principal encargado de la construcción de los inmuebles, principal activo del fondo.

Obligaciones del Fiduciario: los departamentos son construidos sobre terrenos adquiridos en propiedad fiduciaria, dejándose constancia en las escrituras de adquisición que la compra se materializa con dinero proveniente de aportes de los Fiduciantes y para quienes resulten Beneficiarios. Todos los gastos, comisiones, sellados, impuestos y honorarios correspondientes a la confección del plano de propiedad horizontal y otorgamiento de las escrituras de transferencia en propiedad fiduciaria, sometimiento al régimen de propiedad horizontal y asignación al fiduciante tenedor, serán asumidos por éste en proporción al porcentaje que su unidad tenga en el edificio.

El Fiduciario, a su vez, está facultado de percibir del Fiduciante un interés en caso de mora, equivalente a la tasa activa que durante dicho período cobre el Banco de la Nación Argentina. Tres cuotas consecutivas impagas pueden ser motivos de exclusión, previa intimación fehaciente.

Por último, el fiduciario es responsable también de llevar a cabo el procedimiento para la asignación de cocheras que se detalla en la segunda adenda al Suplemento de Prospecto.

Obligaciones de los Fiduciantes: las principales obligaciones de estos son:

a. Integrar el derecho de admisión al Fideicomiso.

b. Contribuir y aportar los fondos necesarios para el costo total de las obras y los gastos del Fideicomiso.

c. Sustituir la obligación de pago por tantas Cuotas de Tenencia mensuales y consecutivas le falten, luego de la entrega de la unidad.

d. Integrar, además de las Cuotas correspondientes a su rol, las Cuotas de Aguinaldo. Su importe es equivalente al de la Cuota Espera vigente al momento del pago.

Obligaciones del Propietario de las Cocheras (o conjunto de ellos):

a. Adquisición de una porción indivisa del inmueble y construcción sobre el mismo de cocheras.

b. Transferencia de estas en primera instancia a los titulares de CP que ejerzan la opción de adquirirlas, o a terceros en la medida que existan cocheras remanentes o que quedasen disponibles por incumplimiento de un titular de CP en la adquisición de estas.

c. Respetar el convenio celebrado con el Fiduciario, cuyas líneas generales se detallaron anteriormente.

En el primer terreno integrado, Capitel S.A., quién es también Contratista Principal, conforma el rol de Propietario de las Cocheras en condominio con el Fiduciario.

Obligaciones del Contratista Principal: la construcción de los inmuebles en los plazos previstos es una variable clave en las bases financieras del Fideicomiso, por lo que es fundamental minimizar los riesgos eligiendo empresas constructoras sólidas y confiables. A cargo del Fiduciario y/o de Capitel S.A estará la conducción técnica de las obras.

Capitel S.A. ha edificado más de 170.000 metros cuadrados en distintas obras desde su constitución en 1988.

El fideicomiso realizó inversiones en los siguientes edificios:

Edificios	Ciudad	Dirección	Inversión
			Millones $
Finalizados			
SJ 62	Santa Fe	Obra Crespo 3550	3.095,7
SJ 69	Santa Fe	Obra 9 de Julio 2233	5.142,3
SJ 71	Paraná	Colon 111	2.695,0
SJ 73	Santa Fe	Saavedra 2057	6.868,6
SJ 77	Santa Fe	Crespo 3256	5.142,9
SJ 79	Paraná	Mendoza 69	2.803,0
SJ 88	Santa Fe	4 de Enero 3734	2.877,1
SJ93	Santa Fe	Monseñor Zaspe 3241	6.462,9
SJ94	Paraná	Alem 766	3.738,0
En Ejecución			
SJ95	Paraná	Montevideo 492	4.393,8
SJ96	Santa Fe	Eva Perón 2272	7.500,8
SJ100	Santa Fe	Obispo Gelabert 2834	2.039,7
SJ 103	Santa Fe	Saavedra 1926	595,1
SJ 105	Santa Fe	Obra Alvarez 676	327,2

Rentabilidad Teórica Proyectada: se estima una TIR para el inversor del 1,2% considerando que el mismo debe realizar 240 aportes mensuales (calculado al valor de los aportes del mes de marzo de 2025 en términos reales).

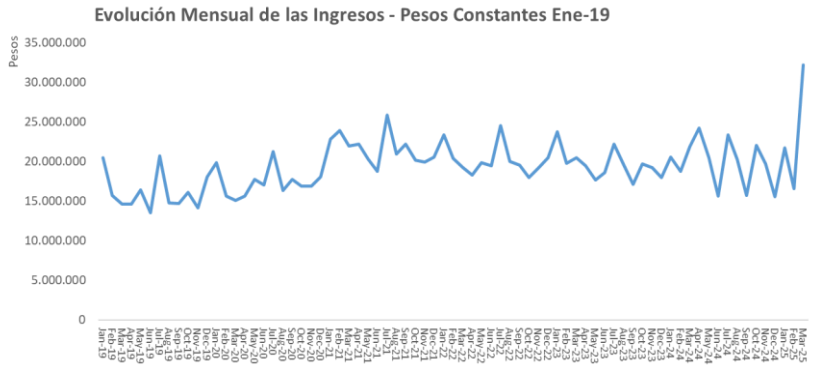
El cálculo incluye el mes a partir del cual se otorga la tenencia del departamento y comienza a devengarse la Cuota Posesión. A dicha cuota se le deduce el valor teórico de un alquiler (bien sea por que el inversor lo alquila o por el ahorro de alquiler que genera tener una unidad disponible). En términos de rentabilidad esto tiene un efecto neutro siempre que el valor del alquiler sea equivalente a la diferencia entre la Cuota Espera y Posesión.

Vale agregar que la entrega en propiedad plena del departamento se realiza el mes siguiente al que el inversor termine de abonar los 240 aportes comprometidos.

La Rentabilidad Teórica Proyectada puede verse afectada si: i) el valor de mercado de los alquileres no es equivalente a la diferencia entre la Cuota Espera y Posesión; ii) si la variación del costo constructivo a partir del cual se redeterminan los aportes difiere de la variación del valor del mercado del departamento.

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

3. Predictibilidad: Los ingresos se componen, además de la suscripción de títulos emitidos, de aportes adicionales y rentas por inversión. Los ingresos reales no incluyen inversiones financieras. A continuación, se muestra la evolución de las cobranzas mensuales desde enero de 2019 a marzo de 2025 a precios constantes (enero de 2019).



Es importante agregar que cualquier incremento correspondiente a los costos modifica las cuotas de los Fiduciantes. El contrato entre el Fiduciario y el Fiduciante determina explícitamente que el valor de la cuota se debe ajustar por el índice de variación de costos para un edificio tipo, publicado por la Cámara Argentina de la Construcción.

A la vez se prevé que en el caso que los incrementos operados en el costo de la construcción sean superiores a los informados por la Cámara Argentina de la Construcción, se podrá re determinar las cuotas según los resultados que arroje la fórmula paramétrica definida en el Plan del Emprendimiento (para mayor detalle ver el Suplemento de Prospecto).

Se considera Neutra la predictibilidad de los flujos generados por los activos del fondo.

4. Cobertura del Servicio de la Deuda: se estimaron escenarios alternativos donde se sensibiliza la cobranza de los flujos en función de distintos supuestos de incobrabilidad, aumentos de costos y anticipo en las cuotas de los adherentes al momento de la adjudicación.

En un escenario base y en un escenario negativo con moderado descenso de ingresos, el fideicomiso mantiene un saldo positivo que el administrador podría utilizar para aplicar al sistema en caso de que se necesitaran ingresos adicionales. Solamente bajo un escenario muy pesimista, el administrador fiduciario no recibe ningún ingreso, aunque, de todas maneras, la construcción de los inmuebles no se vería afectada debido a que las cuotas de los Fiduciantes se ajustan por los aumentos de costos.

Certificados de Participación Sub-Clase A-1, Sub-Clase A-2, Sub-Clase B-1 y Sub-Clase B-2:

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

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

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

II.B. Existencia de Garantías u Obligaciones Especiales

No existen garantías u obligaciones especiales.

II.C. Calificación Final

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

CALIFICACION FINAL

Las calificaciones de los Certificados de Participación Sub-Clase A-1, Sub-Clase A-2, Sub-Clase B-1 y Sub-Clase B-2 del Fideicomiso Financiero PILAY I se mantienen en BBB+.

DEFINICIÓN DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

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

INFORMACIÓN UTILIZADA

- Avisos de Suscripción y Prórrogas, Resultados de Colocación e Información Complementaria.
- Estados Contables del Fideicomiso Financiero al 31 de marzo de 2025.
- Evolución de ingresos y egresos del Fideicomiso Financiero Pilay I.
- Suplemento de Prospecto y Adenda al Suplemento de Prospecto del Fideicomiso Financiero Pilay I.
- www.cnv.gov.ar | Comisión Nacional de Valores.

Las calificaciones tienen un alcance relativo, es decir, se emiten con la información disponible suministrada o no por la Sociedad bajo calificación y con la proyección de hechos razonablemente previsibles, pero no incluye la ocurrencia de eventos imprevisibles que puedan afectar la calificación emitida.
El Agente de Calificación no audita la veracidad de la información suministrada por el cliente, emitiendo una calificación de riesgo basada en un análisis completo de toda la información disponible y de acuerdo a las pautas establecidas en sus metodologías de calificación (art. 39, Secc. X, Cap. I, Tit. IX de las Normas CNV). La información cuantitativa y cualitativa suministrada se ha tomado como fidedigna y por tanto libera al Agente de Calificación de cualquier consecuencia de los eventuales errores que esta información pudiera contener.
Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos por la empresa, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los acreedores presentes o futuros de la empresa.