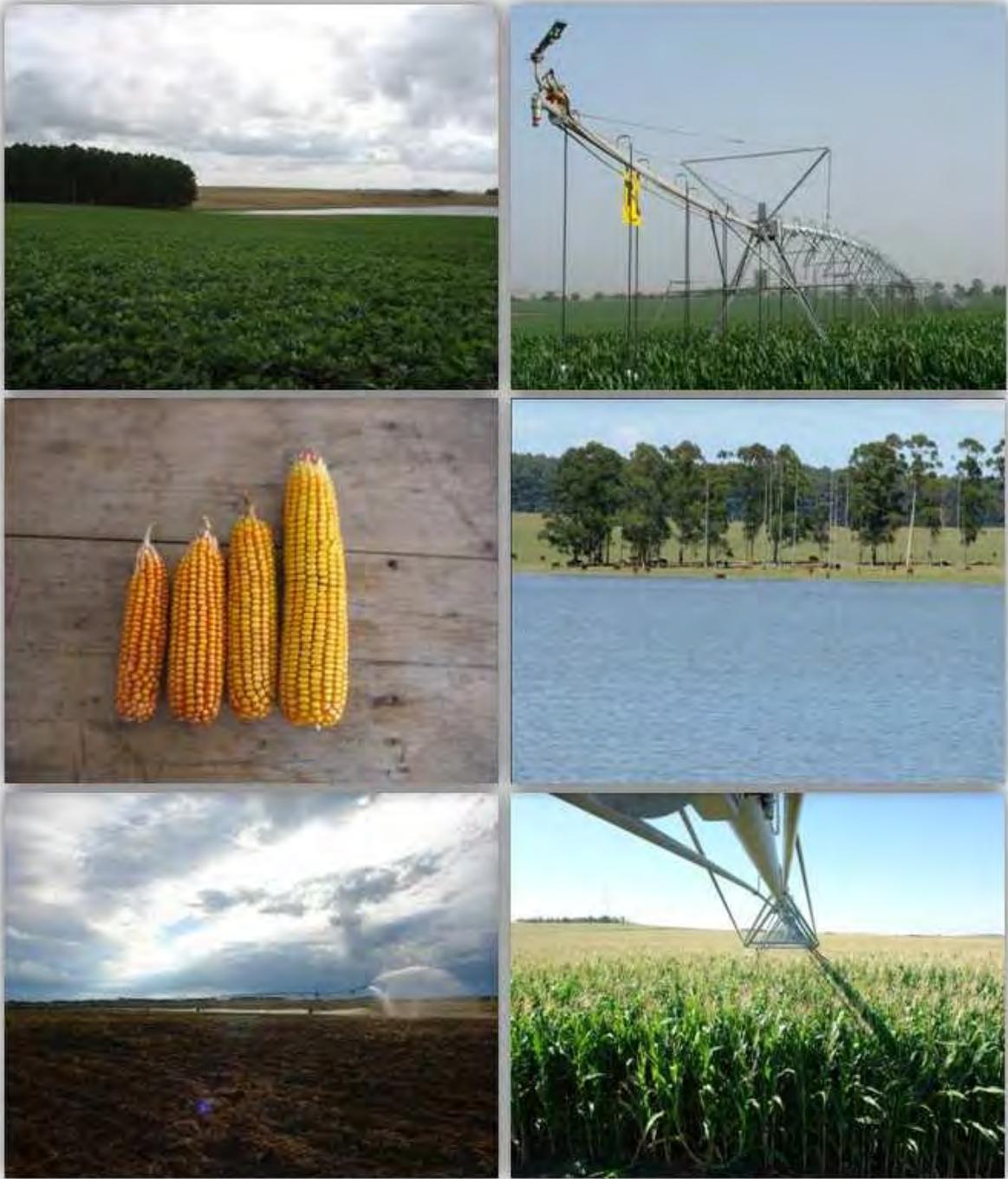


FIDEICOMISO FINANCIERO

TIERRAS IRRIGADAS



Agosto 2016

PROSPECTO INFORMATIVO

EMISIÓN DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN POR HASTA USD 50.000.000

Fideicomitente/Aparcero/Agente



BEARING AGRO

Bearing Agro S.A.
Organizadores



BRAGARD & DURÁN
Abogados

Asesor legal



AUREN

Asesor fiscal

TMF
GROUP

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.



Agente de Pago



**Entidad Representante y
Registrante**

Deloitte.

Auditor Contable

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

Beneficiarios: Titulares de Certificados de Participación



INDICE

I. AVISO IMPORTANTE.....	5
II. DEFINICIONES.....	8
III. TÉRMINOS Y CONDICIONES.....	16
IV. SUMARIO EJECUTIVO.....	33
V. INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO.....	57
VI. INFORMACIÓN DEL AGENTE Y APARCERO.....	67
VII. PLAN DE NEGOCIOS. ANALISIS ECONOMICO.....	117
VIII. AUTORIZACIONES REQUERIDAS.....	167
IX. ANÁLISIS DE MERCADO.....	169
X. RIESGOS Y MITIGANTES.....	195
XI. ANEXOS	203

I. AVISO IMPORTANTE

LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN FUERON INSCRIPTOS EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY POR RESOLUCIÓN DE LA SUPERINTENDENCIA DE SERVICIOS FINANCIEROS DE FECHA 15 DE JULIO DE 2016 (COMUNICACIÓN N° 2016/155).

ESTA INSCRIPCIÓN SOLO ACREDITA QUE SE HA CUMPLIDO CON LOS REQUISITOS ESTABLECIDOS LEGAL Y REGLAMENTARIAMENTE, NO SIGNIFICANDO QUE EL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY EXPRESE UN JUICIO DE VALOR ACERCA DE LA EMISIÓN, NI SOBRE EL FUTURO DESENVOLVIMIENTO DEL FIDEICOMISO.

ASIMISMO, LA INSCRIPCIÓN DE TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY COMO FIDUCIARIO FINANCIERO SÓLO SIGNIFICA QUE EL EMISOR DE VALORES HA CUMPLIDO CON LOS REQUISITOS ESTABLECIDOS LEGAL Y REGLAMENTARIAMENTE, SIN QUE DICHA INSCRIPCIÓN SIGNIFIQUE QUE EL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY EXPRESE UN JUICIO DE VALOR ACERCA DEL FIDUCIARIO NI SOBRE SU FUTURO DESENVOLVIMIENTO.

TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. EN SU CALIDAD DE FIDUCIARIO, Y BEARING AGRO S.A. EN SU CALIDAD DE FIDEICOMITENTE DECLARAN Y GARANTIZAN QUE LOS ACTIVOS INCLUIDOS EN EL “FIDEICOMISO FINANCIERO TIERRAS IRRIGADAS ” SON CIERTOS Y LEGÍTIMOS Y FACULTAN A LOS TITULARES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN QUE SE EMITIRÁN A EJERCER TODOS LOS DERECHOS RESULTANTES DE LOS TÉRMINOS Y CONDICIONES QUE SE DESCRIBEN EN EL CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO Y EL PRESENTE PROSPECTO.

TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. ES RESPONSABLE DE LA VERACIDAD DE LA INFORMACIÓN RESPECTO DE SÍ MISMO CONTENIDA EN EL PRESENTE PROSPECTO. LA INFORMACIÓN INCLUIDA EN EL PROSPECTO RESPECTO DE BEARING AGRO S.A. FUE PROPORCIONADA POR ÉSTE Y ES DE SU RESPONSABILIDAD EXCLUSIVA.

LOS BIENES DEL FIDUCIARIO NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAIDAS EN LA EJECUCIÓN DEL FIDEICOMISO. ESTAS OBLIGACIONES SERÁN SATISFECHAS EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES FIDEICOMITIDOS, DE ACUERDO CON EL ARTÍCULO 8 DE LA LEY 17.703 DEL 27 DE OCTUBRE DE 2003.

LA CALIFICACIÓN DE RIESGO (QUE INCLUYE EL ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS ESPERADO Y LOS RIESGOS INHERENTES A LA INVERSIÓN) FUE CONFECCIONADA POR CARE CALIFICADORA DE RIESGO SRL Y ES DE SU EXCLUSIVA RESPONSABILIDAD.

EL DIRECTORIO DE TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. MANIFIESTA, CON CARÁCTER DE DECLARACIÓN JURADA, QUE EL PRESENTE PROSPECTO CONTIENE, A LA FECHA DE SU PUBLICACIÓN, INFORMACIÓN VERAZ Y SUFICIENTE SOBRE LAS CARACTERÍSTICAS DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO TIERRAS IRRIGADAS”, SOBRE LOS ACTIVOS QUE LO INTEGRAN, LAS CONDICIONES DE LA EMISIÓN Y LOS DERECHOS QUE LE CORRESPONDEN A LOS TITULARES DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN QUE SE EMITIRÁN.

EL PRESENTE PROSPECTO ES DISTRIBUIDO AL SOLO EFECTO INFORMATIVO, Y NO CONSTITUYE UNA OFERTA DE, O UNA INVITACIÓN A SUSCRIBIR O COMPRAR LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN.

AL ADOPTAR UNA DECISION DE INVERSIÓN, LOS INVERSORES DEBEN BASARSE EXCLUSIVAMENTE EN SU PROPIO ANALISIS DE LOS INSTRUMENTOS, DE LAS CARACTERISTICAS DE LOS MISMOS Y DE LOS RIESGOS INVOLUCRADOS EN SU DECISION DE INVERTIR. LOS INVERSORES DEBERÁN CONSULTAR CON SUS PROPIOS ASESORES RESPECTO A LAS IMPLICANCIAS ECONÓMICAS, FINANCIERAS, IMPOSITIVAS Y LEGALES VINCULADOS A SU INVERSIÓN EN LOS VALORES.

EL INVERSOR DEBE TENER EN CUENTA QUE NI EL FIDUCIARIO, NI EL AGENTE ASUMEN RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTÍA, POR LOS PAGOS BAJO LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN, LOS CUALES SERÁN SATISFECHOS EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES FIDEICOMITIDOS.

EL PRESENTE PROSPECTO CONTIENE MANIFESTACIONES EN RELACIÓN A EVENTOS FUTUROS. EXPRESIONES TALES COMO “SE ANTICIPA”, “SE ESPERA”, “SE INTENTA”, “SE PLANEA”, “SE CONSIDERA”, “SE PROCURA”, “SE ESTIMA”, “SE PROYECTA”, “SE CREE”, VARIACIONES DE DICHS TÉRMINOS, Y EXPRESIONES SIMILARES PUEDEN IDENTIFICAR TALES MANIFESTACIONES REFERENTES A EVENTOS FUTUROS. LAS MANIFESTACIONES DE EVENTOS Y CIRCUNSTANCIAS MENCIONADAS EN ESTE PROSPECTO PODRÍAN NO OCURRIR O CAMBIAR PUDIENDO AFECTAR LOS RENDIMIENTOS FUTUROS.

SCOTIABANK URUGUAY S.A. EN SU CALIDAD DE AGENTE DE PAGO NO SE PRONUNCIA SOBRE LA CALIDAD DE LOS VALORES A SER EMITIDOS, NI ASUME RESPONSABILIDAD ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTIA, POR LOS PAGOS BAJO LOS VALORES A SER EMITIDOS, QUE SERÁN SATISFECHOS EXCLUSIVAMENTE CON LOS BIENES FIDEICOMITIDOS, NI ASUME RESPONSABILIDAD POR EL CONTENIDO DE ESTE PROSPECTO.

LA OFERTA PÚBLICA DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN SE REALIZARÁ EXCLUSIVAMENTE A TRAVÉS DE LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO.

LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO EN SU CALIDAD DE ENTIDAD REPRESENTANTE Y ENTIDAD REGISTRANTE NO ASUME RESPONSABILIDAD ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTÍA, POR LOS VALORES A SER EMITIDOS, NI POR EL CONTENIDO DEL PROSPECTO, QUE TUVO A LA VISTA. ASIMISMO NI LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NI SUS DIRECTIVOS, GERENTES PRINCIPALES O ASESORES, EFECTÚAN UNA RECOMENDACIÓN O PREDICCIÓN ALGUNA RESPECTO DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PROSPECTO DE EMISIÓN, SOBRE EL FIDEICOMISO, SOBRE EL O LOS NEGOCIOS PROPUESTOS, NI SOBRE TODAS LAS INSTITUCIONES QUE EN FORMA DIRECTA O INDIRECTA PARTICIPAN EN O CON EL FIDEICOMISO. LA INSCRIPCIÓN DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL REGISTRO DE EMISORES Y VALORES DE LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NO REPRESENTA UNA RECOMENDACIÓN DE ÉSTA PARA LA ADQUISICIÓN DE LOS MISMOS, NI UNA PREDICCIÓN DE SU PUNTUAL CUMPLIMIENTO.

CON RESPECTO A LOS RIESGOS DE LA EMISION RECOMENDAMOS LEER ATENTAMENTE EL CAPITULO XII.

EL PRESENTE PROSPECTO FUE COMPLETADO EN AGOSTO DE 2016.

p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

II. DEFINICIONES

A los efectos del presente Prospecto, los términos que a continuación se definen tendrán el significado que aquí se les asigna, tanto para su acepción singular como plural:

“Agente” es Bearing Agro S.A. quien en tal calidad cumplirá con las obligaciones establecidas en la cláusula Sexto del Contrato de Fideicomiso, y que refieren fundamentalmente a la etapa de adquisición y eventualmente de enajenación de los Predios Productivos.

“Agente Sustituto” es quien eventualmente se designe en caso de vacancia del Agente, a los efectos de desempeñar el rol de agente y cumplir por tanto con las obligaciones establecidas en la cláusula Sexto del Contrato de Fideicomiso, y que refieren fundamentalmente a la etapa de adquisición y eventualmente de enajenación de los Predios Productivos.

“Agente de Pago” es Scotiabank Uruguay S.A., o quien lo sustituya, institución de intermediación financiera del Uruguay encargada de efectuar los pagos que correspondan bajo los Certificados de Participación por cuenta y orden del Fideicomiso.

“Año Agrícola” refiere al período comprendido entre el 1º de julio a 30 de junio del año inmediato siguiente.

“Aparcero” es Bearing Agro S.A. quien recibirá la concesión del uso y goce de los Predios Productivos y se obligará a cultivar los mismos –y eventualmente desarrollar actividad ganadera o de otro tipo- bajo el o los Contratos de Aparcería.

“Aparcero(s) Sustituto(s)” es con quien o quienes eventualmente se resuelva contratar, en caso que se rescindan los Contratos de Aparcería que se celebren con el Aparcero en el marco del Contrato de Fideicomiso.

“Anexos” son respectivamente, cada uno de los anexos del Contrato.

“Asamblea de Titulares” es la reunión de los Titulares de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, en el Contrato de Entidad Representante y en el Prospecto.

“Asesor Fiscal” es Auren Uruguay o la firma que lo sustituya contratada por el Fiduciario, y que no sea objetada por Bearing Agro S.A. con justificación razonable, para prestar el asesoramiento fiscal que requiera el Fideicomiso.

“Asesor Legal” es Bragard & Durán Abogados, o la firma que lo sustituya contratada por el Fiduciario, y que no sea objetada por el Bearing Agro S.A. con justificación razonable, para prestar el asesoramiento legal y notarial que requiera el Fideicomiso.

“Asesores del Fideicomiso” son el Asesor Fiscal, el Asesor Legal y el Auditor Contable.

“Auditor Contable” es Deloitte Uruguay o la firma de auditores contables independientes a ser seleccionada por el Fiduciario y que no sea objetada por el Bearing Agro S.A. con justificación razonable, para auditar los estados contables del Fideicomiso.

“Banco” es Scotiabank Uruguay S.A. o la institución financiera a ser seleccionada por el Fiduciario y que no sea objetada por el Bearing Agro S.A. con justificación razonable.

“BCU” es el Banco Central del Uruguay.

“Beneficiarios” son los Titulares.

“BVM” es la Bolsa de Valores de Montevideo.

“Certificados de Participación” son los valores a ser emitidos por el Fiduciario por cuenta del Fideicomiso, que otorgan a sus Titulares el derecho a participar sobre los resultados y el remanente del Fideicomiso de conformidad con lo establecido en la cláusula 9.1 del Contrato de Fideicomiso, y que se emiten de acuerdo a los términos y condiciones que se establecen en el Contrato de Fideicomiso y en los Documentos de Emisión de los Certificados de Participación.

“Comité de Vigilancia” es el comité preceptivo que designarán los Titulares de conformidad con lo establecido en la cláusula Décimo Octavo del Contrato de Fideicomiso.

“Compromiso de Suscripción e integración de Bearing Agro S.A.” es el compromiso de suscripción e integración a ser suscripto entre el Fiduciario y Bearing Agro S.A., por el cual este último se compromete a suscribir en firme Certificados de Participación, y que se adjunta como Anexo V del Prospecto.

“Contrato de Agente de Pago” es el contrato en virtud del cual el Agente de Pago efectuará los pagos bajo los Certificados de Participación y que se incluye como Anexo VI del Prospecto.

“Contrato de Aparcería” es el o los contratos a ser suscriptos con el Aparcero (o en su caso con el Aparcero Sustituto) al amparo de los arts. 143 y siguientes del Código Rural (Ley Nº 10.024 de fecha 14 de junio de 1941), del Decreto-Ley Nº 14.384 de fecha 16 de junio de 1975 y de la Ley Nº 16.223 de 22 de octubre de 1991, y sus normas modificativas, concordantes y reglamentarias, por el cual el Fiduciario concede el uso y goce, bajo la modalidad de aparcería, de los Predios Productivos al Aparcero, cuyo modelo de contrato se adjunta como Anexo II del Prospecto.

“Contrato de Entidad Registrante” es el contrato en virtud del cual la Entidad Registrante llevará el Registro de los Certificados de Participación y que se adjunta como Anexo VII del Prospecto.

“Contrato de Entidad Representante” es el contrato en virtud del cual la Entidad Representante asume la calidad de representante de los Titulares y que se incluye como Anexo VIII del Prospecto.

“Contrato de Fideicomiso” o “Contrato” es el Contrato de Fideicomiso Financiero por el que se emitirán los Certificados de Participación, adjunto como Anexo I al Prospecto.

“Contrato de Prenda de Granos” es el o los Contratos de Prenda sin Desplazamiento a celebrarse entre el Fiduciario y el Aparcero (o en su caso, el Aparcero Sustituto) por el cual éste

último gravará con prenda sin desplazamiento de primer grado a favor del Fiduciario, el 23% de los cultivos de granos a desarrollarse en los Predios Productivos, de las cosechas obtenidas en virtud de los cultivos referidos precedentemente y de las indemnizaciones que correspondan bajo los seguros contratados por el Aparcero, conforme al modelo de Contrato de Prenda sin Desplazamiento que se incluye como Anexo III del Prospecto.

“Cuentas Fiduciarias” son la Cuenta Recaudadora, Cuenta de Gastos y la Cuenta Reserva.

“Cuenta de Gastos” es la cuenta bancaria abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en la cual se depositarán anualmente los fondos necesarios para hacer frente a todos los Gastos del Fideicomiso, conforme a lo previsto en la cláusula 11.2 del Contrato de Fideicomiso.

“Cuenta Recaudadora” es la cuenta abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en la que se depositarán los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación así como todos los ingresos del Fideicomiso, incluyendo entre otros, sin que implique limitación alguna, los importes derivados de la comercialización de la Producción Bruta propiedad del Fideicomiso, los ingresos derivados de la enajenación de los Predios Productivos; y con cuyos fondos se sufragarán los Gastos del Fideicomiso.

“Cuenta Reserva” es la cuenta abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en la que deberán mantenerse depositadas la Reserva Contingente o la Reserva Fija.

“Día Hábil” es un día en que funcionen en Uruguay, las instituciones de intermediación financiera y la BVM.

“Documento(s) de Emisión” son el (los) documento(s) mediante el (los) cual(es) el Fiduciario emite los Certificados de Participación en cada Fecha de Emisión, cuyo modelo se incluye como Anexo IV del Prospecto.

“Entidad Registrante” es la Bolsa de Valores de Montevideo o la entidad encargada que lo sustituya y que deberá llevar el Registro, conforme a lo establecido en el Contrato de Entidad Registrante.

“Entidad Representante” es la Bolsa de Valores de Montevideo o la entidad que lo sustituya que actuará como representante de los Titulares de los Certificados de Participación de acuerdo a lo previsto por el artículo 73 de la Ley 18.627 y en el Contrato de Entidad Representante.

“Fecha de Cierre del Ejercicio del Fideicomiso” es el 31 de diciembre de cada año.

“Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola” refiere al momento en que el Aparcero debe efectuar el cálculo del Pago Mínimo con relación a la producción agrícola, lo cual deberá realizarse en cada ocasión en que se comercialice soja, de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso.

“Fecha de Emisión” es cada fecha en que se emitan Certificados de Participación por los montos efectivamente integrados, en cuyo momento se suscribirá(n) el (los) correspondiente(s) Documento(s) de Emisión.

“Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola” refiere al momento en que el Fiduciario debe liberar al Aparcero los fondos derivados de la comercialización de la soja depositados en la Cuenta Recaudadora, de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso.

“Fideicomiso” es el “Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas”, que se constituye por el Contrato de Fideicomiso.

“Fideicomitente” es Bearing Agro S.A. en calidad de suscriptor de Certificados de Participación, en virtud de la obligación asumida en el Contrato de Fideicomiso y en el Compromiso de Suscripción e Integración, así como los futuros suscriptores de Certificados de Participación.

“Fiduciario” es TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

“Garantía de Integración” es la garantía que deberán constituir ciertos suscriptores de Certificados de Participación, según se establece en el Prospecto y en el Contrato de Fideicomiso.

“Gastos del Fideicomiso” son los gastos de cargo del Fideicomiso que se establecen en la cláusula Décimo Tercero del Contrato de Fideicomiso.

“Gastos Iniciales” son los gastos y honorarios de cargo del Fideicomiso, previstos en la cláusula 5.6 del Contrato de Fideicomiso.

“Integración Diferida” refiere a la integración de Certificados de Participación realizada en varios pagos, conforme al cronograma de integración que se establece en el Prospecto –o las modificaciones resueltas por la Asamblea de Titulares-.

“Inversión en Riego” es la inversión en los Sistemas de Riego diseñados y presupuestados por el propio Agente con relación a cada uno de los inmuebles rurales, incluyendo la contratación de la empresa seleccionada por éste a los efectos de su instalación, así como cualquier otro gasto relacionado con su ejecución, que se efectuará con cargo a los fondos que componen el Patrimonio Fiduciario, conforme a lo previsto en la cláusula 8.9 del Contrato de Fideicomiso.

“Inversiones Permitidas” son las inversiones que podrá efectuar el Fiduciario de conformidad con lo establecido en la cláusula 11.5 del Contrato de Fideicomiso.

“Ley de Fideicomisos” es la Ley N° 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003 y demás normas modificativas, concordantes y reglamentarias.

“Ley de Mercado de Valores” es la ley N° 18.627 de 2 de diciembre de 2009, y demás normas modificativas, concordantes y reglamentarias.

“Ley de Riego” es la Ley N° 16.858 de fecha 3 de septiembre de 1997 y demás normas modificativas, concordantes y reglamentarias.

“Ley de Uso y Conservación de Suelos” es el Decreto - Ley N° 15.239 de fecha 23 de diciembre de 1981 y demás normas modificativas, concordantes y reglamentarias.

“Ley de Tierras” es la Ley Nº 18.092 de fecha 27 de diciembre de 2007, modificada por las Leyes Nº 18.172 de 31 de agosto de 2007, Nº 18.461, de 8 de enero de 2009 y Nº 18.638 de 23 de diciembre de 2009; y su decreto reglamentario Nº 225/007 modificado por el Decreto Nº 201/008 y demás normas modificativas, concordantes y reglamentarias.

“Liquidación Parcial del Patrimonio Fiduciario” es la enajenación de determinados Predios Productivos resuelta por una Asamblea de Titulares por Mayoría Especial al resolverse la prórroga del Fideicomiso –ya sea su plazo original o cualquiera de sus extensiones-, según lo establecido en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso.

“Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario” es la liquidación de todos los bienes y derechos que conforman el Patrimonio Fiduciario que procede en caso de terminación del Fideicomiso (con excepción de la Cuenta Reserva), conforme lo dispuesto en la cláusula Décimo Noveno del Contrato de Fideicomiso.

“Mayoría Absoluta” es el voto conforme de Titulares con derecho a voto, cuyos Certificados de Participación representen un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del valor nominal total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha que se trate.

“Mayoría Especial” es el voto conforme de Titulares con derecho a voto, cuyos Certificados de Participación representen un valor nominal superior a 75% (setenta y cinco por ciento) del valor nominal total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha que se trate.

“Monto de la Emisión” es el monto total a emitirse bajo los Certificados de Participación en función de las suscripciones recibidas y aceptadas.

“Organizadores” son Bearing Agro S.A., Auren Uruguay y Bragard & Durán Abogados.

“Pago Mínimo” es el monto mínimo que el Aparcerero eventualmente deberá abonar en carácter de Retribución de los Contratos de Aparcería con relación a la producción agrícola y pecuaria, y que se calcula en la forma prevista en la cláusula 8.2 y 8.4 del Contrato de Fideicomiso.

“Pagos Periódicos” son los pagos a realizarse a los titulares de los Certificados de Participación conforme lo establecido en la cláusula 9.1 numeral (i) del Contrato de Fideicomiso.

“Pagos por Liquidación Parcial” son los pagos a realizarse a los titulares de los Certificados de Participación en virtud de la Liquidación Parcial, conforme a lo establecido en la cláusula 9.1 numeral (ii) del Contrato de Fideicomiso.

“Pagos por Liquidación Total” son los pagos a realizarse a los titulares de los Certificados de Participación en virtud de la Liquidación Total del Fideicomiso, conforme a lo establecido en la cláusula 9.1 numeral (iii) del Contrato de Fideicomiso.

“Patrimonio Fiduciario” son los bienes y/o derechos, presentes y futuros que formen parte del patrimonio del Fideicomiso, conforme lo establecido en la cláusula Tercero del Contrato de Fideicomiso.

“Personas Vinculadas” son aquellas personas en las cuales el Fiduciario, el Agente -y Agente Sustituto-, el Aparcero -y Aparcero(s) Sustituto(s)- y/o sus accionistas controlantes –es decir, accionistas con un porcentaje de participación superior al 50%-, directores, administradores, representantes, miembros del órgano de fiscalización y miembros del cuerpo gerencial superior tengan una participación directa o indirecta igual o mayor al 20%. Asimismo, comprende a toda persona física que actúe para el Fiduciario, Agente -y Agente Sustituto- o Aparcero y -Aparcero(s) Sustituto(s)- en cualquiera de las siguientes calidades: (i) como directores, directivos, representantes, síndicos, fiscales o socios/accionistas; (ii) ocupen cargos de gerentes o administradores superiores; (iii) como asesores internos de la dirección, sea ocupando cargos o manteniendo una relación permanente. Asimismo comprende, cualquier persona física que mantengan con cualquier persona física comprendida en los numerales (i) a (iii) un vínculo familiar hasta el tercer grado de consanguinidad y segundo de afinidad, o bien sean cónyuges y/o concubino de cualquiera de las personas comprendidas en los referidos numerales.

“Plan de Negocios” es el plan de negocios diseñado por Bearing Agro S.A. para el Fideicomiso, que se incorpora como parte integrante del Prospecto en su Capítulo VII, el cual establece la estrategia comercial del Fideicomiso y que el Fiduciario, Agente y Aparcero deberán cumplir en lo pertinente a efectos de cumplir con los fines del Fideicomiso.

“Precio de Compraventa” será el precio total que se establezca en la promesa y/o escritura definitiva de compraventa del respectivo Predio Productivo de que se trate y no comprenderá los tributos, montepíos, gastos de registros y/u otros gastos y cargos vinculados al negocio de adquisición/enajenación de los Predios Productivos.

“Precio Neto de Venta de Grano” es el precio a que el Aparcero comercializa el respectivo grano deducidos: i) las Retenciones No Recuperables; y ii) los costos incurridos para la comercialización de tales granos.

“Precio Neto de Venta de los Predios Productivos” son los importes obtenidos en virtud de la enajenación de los Predios Productivos deducidos todos los tributos y/o aplicables a dicha enajenación y la eventual remuneración del Agente en ocasión de la enajenación conforme a lo establecido en la cláusula 6.3 del Contrato de Fideicomiso.

“Precio Promedio Ponderado” refiere al precio promedio ponderado de las ventas de granos que se calcula en la forma indicada en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso.

“Predios Productivos” es el o los bienes inmuebles rurales seleccionados por el Agente e incorporados al Patrimonio Fiduciario, que deberán reunir las condiciones establecidas en el Plan de Negocios, y en particular, las previstas en la cláusula 7.1 del Contrato de Fideicomiso.

“Presupuesto Anual” es el presupuesto anual estimativo de los Gastos del Fideicomiso que serán devengados en cada ejercicio del Fideicomiso, a partir del tercer cierre de ejercicio.

“Presupuesto de la Inversión en Riego” es el presupuesto inicial formulado por el Agente con relación a inmueble(s) rural(es) cuya adquisición será propuesta al Comité de Vigilancia, en el que se estiman los gastos que requerirá la ejecución de la Inversión en Riego en un determinado Predio Productivo.

“Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras” es el presupuesto inicial formulado por el Agente con relación a inmueble(s) rural(es) cuya adquisición será propuesta al Comité de Vigilancia, en el que se estiman los costos y plazos estimados de reparaciones y/o mejoras que requiera el inmueble rural para su puesta a punto para el desarrollo de la actividad productiva y para la implementación y funcionamiento de los Sistemas de Riegos (como ser, construcción de represas, obras hidráulicas, terraformado, etc.).

“Presupuesto Inicial” es el presupuesto inicial estimativo de los Gastos del Fideicomiso que serán devengados en los dos primeros ejercicios del Fideicomiso, excluyendo los gastos por la adquisición de los Predios Productivos y la ejecución de las Inversiones en Riego.

“Presupuestos de Gastos” son conjuntamente el Presupuesto Anual, el Presupuesto de la Inversión en Riego, el Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras, y el Presupuesto Inicial

“Primera Integración” es la primera integración de Certificados de Participación que debe realizarse bajo el cronograma de integración previsto en el supuesto de Integración Diferida.

“Producción Bruta” es el total de los bienes o ingresos que deriven directa o indirectamente de la explotación agrícola de los Predios Productivos, incluyendo también el total de la producción pecuaria, en el eventual caso que el Aparcero resuelva desarrollar dicha actividad en las áreas que no son susceptibles de explotación agrícola; los ingresos que el Aparcero efectivamente perciba, en el eventual caso que suscriba contratos de pastoreo con operadores ganaderos u otras figuras similares; así como los ingresos en virtud de cualquier otro contrato o actividad que realice el Aparcero con relación a los Predios Productivos y/o sus mejoras con el objeto de generar ingresos, como ser, a título de ejemplo, el otorgamiento de subcontratos de riego-; sin deducir los costos, tributos y/o gastos asociados a su obtención incurridos por el Aparcero, con excepción de los siguientes: i) las deducciones derivadas de las Retenciones No Recuperables; y ii) de los costos incurridos para la comercialización de tales bienes (que incluyen a título de ejemplo, flete, silos, secada, acondicionamiento de granos, entre otros). También incluye los importes que el Aparcero deba abonar en caso de adquirir para sí producción obtenida como consecuencia de la explotación agrícola con el objeto de producir semilla a ser empleada en futuras campañas agrícolas, de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso y en general, cualquier ingreso derivado de la explotación de los mismos.

“Prospecto” es el prospecto informativo que el Fiduciario emitirá a los efectos de la emisión de los Certificados de Participación a favor de los Titulares, en base a la información recibida de Bearing Agro S.A..

“Protocolo de Selección de Campos” es el proceso elaborado por Bearing Agro S.A. que describe las etapas a cumplirse para la selección de los Predios Productivos.

“Registro” es un registro llevado por la Entidad Registrante en el que se asientan los nombres y otros datos identificatorios de los Titulares de los Certificados de Participación, así como las

transferencias y otros negocios jurídicos relativos a los mismos, de conformidad con la Ley de Mercado de Valores.

“Reserva Contingente” son las sumas equivalentes a las que los Asesores del Fideicomiso recomienden prever, en cualquier momento, a fin de atender eventuales contingencias fiscales o de cualquier otra naturaleza que correspondan ser afrontadas por el Patrimonio Fiduciario, incluyendo eventuales indemnizaciones que deban abonarse al Fiduciario o al Agente o Aparcero -o en su caso, al Agente/Aparcero Sustituto(s)-, y/o cualquier Persona Indemnizable conforme a lo previsto en la cláusula 15.4 del Contrato de Fideicomiso.

“Reserva Fija” es la reserva preceptiva que debe constituirse en ocasión de la Liquidación Total del Fideicomiso, conforme lo establecido en la cláusula 19.2 del Contrato de Fideicomiso.

“Retenciones No Recuperables” son las retenciones presentes y futuras que se efectúan en ocasión de la enajenación de los bienes que componen la Producción Bruta y que no se pueden recuperar; siendo al día de hoy tales retenciones las tasas adicionales del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarias establecidas en los arts. 8 y 9, Título 9, Texto Ordenado 1996 cuyo producido se destina al financiamiento del MEVIR e Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria respectivamente.

“Retribución de los Contratos de Aparcería” es el derecho del Fiduciario, a recibir el 23% de la Producción Bruta, respecto de la cual el Aparcero tendrá a su cargo realizar las gestiones de comercialización, por cuenta y orden del Fiduciario. Dicho coeficiente se aplicará a todos los ingresos y deducciones alcanzados por la mencionada definición, de manera que tales ingresos y deducciones sean distribuidos entre el Fiduciario y el Aparcero (o Aparcero Sustituto) conforme a la proporción referida.

“Sistema de Riego” es el(los) sistema(s) de riego a ser instalado(s) en los Predios Productivos con cargo a los fondos del Patrimonio Fiduciario, y que consiste en un conjunto de elementos conformados por caños, bombas de agua, cables, transformadores, válvulas, automatismos y pivotes centrales o lineales, que trabajando integradamente riegan en forma mecanizada un área determinada de campo.

“Tasador” es (son) la(s) persona(s) física(s) o jurídica(s) que será(s) propuesta(s) por el Agente y/o los Titulares y aprobada(s) por el Comité de Vigilancia conforme al procedimiento que se establece en la cláusula Vigésimo del Contrato de Fideicomiso, para realizar las tasaciones que se requieren conforme al Contrato de Fideicomiso.

“Titulares” son los titulares de los Certificados de Participación, tal como resultan del Registro, y cada uno de ellos, un “Titular”.

“Última Integración” es la última integración de Certificados de Participación que debe realizarse bajo el cronograma de integración previsto en el supuesto de Integración Diferida.

III. TÉRMINOS Y CONDICIONES

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas
ISIN Code:	UYFFTM065US2
CFI Code:	EUCIRR
Fideicomitente:	Bearing Agro S.A. en calidad de suscriptor de Certificados de Participación, en virtud de la obligación asumida en el Contrato de Fideicomiso y en el Compromiso de Suscripción e Integración, así como los futuros suscriptores de Certificados de Participación.
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Beneficiarios:	Titulares de Certificados de Participación.
Agente:	Bearing Agro S.A.
Aparcero:	Bearing Agro S.A.
Entidad Representante:	BVM
Agente de Pago:	Scotiabank Uruguay S.A.
Entidad Registrante:	BVM
Valores a emitirse:	Certificados de Participación escriturales bajo la modalidad de oferta pública por hasta USD 50.000.000.
Monto máximo de emisión:	Hasta USD 50.000.000.
Monto mínimo de emisión:	USD 30.000.000.
Valor nominal de cada Certificado de Participación:	USD 1.000
Moneda:	Dólar transferencia
Precio:	100 % del Valor Nominal de cada Certificado de Participación
Objeto del Fideicomiso:	El objeto del Fideicomiso será la emisión de los Certificados de Participación a los efectos de obtener los recursos dinerarios

necesarios para ejecutar el Plan de Negocios, el cual establece la estrategia comercial del proyecto.

Plan de Negocios:

Los fondos obtenidos como consecuencia de la colocación de los Certificados de Participación –neto de las deducciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso y la previsión de Gastos del Fideicomiso para los dos primeros ejercicios del Fideicomiso– se invertirán en la adquisición de Predios Productivos, conforme al Protocolo de Selección de Campos, y en su caso, a las Inversiones Permitidas, así como en la financiación de la ejecución de las Inversiones en Riego. El Fideicomiso adquirirá los Predios Productivos, siguiendo el previo consejo del Agente.

El Fideicomiso no realizará la explotación de los Predios Productivos sino que procurará generar una renta celebrando Contratos de Aparcería con el Aparcero. Dicha renta será la que derive de la contraprestación que tendrá el Fideicomiso en los Contratos de Aparcería consistente en el 23% (veintitrés por ciento) de la Producción Bruta que se obtenga.

A fin de incrementar el valor y productividad de los Predios Productivos, se ejecutará en los mismos la Inversión en Riego con cargo a los fondos que integran el Patrimonio Fiduciario, lo cual permitirá dotar a tales inmuebles de los Sistemas de Riego.

Al vencimiento del plazo del Fideicomiso, ya sea el plazo original o su prórroga, se procederá a la liquidación del Patrimonio Fiduciario, para lo cual se procederá a enajenar los los Predios Productivos mismos. Lo anterior es sin perjuicio de los supuestos de extinción anticipada del Fideicomiso y de las resoluciones de Titulares disponiendo la Liquidación Parcial del Fideicomiso, en cuyo caso los Predios Productivos se enajenarán antes de dicha fecha.

Patrimonio Fiduciario:

Estará constituido por los siguientes bienes y derechos:

- i) los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación;
- ii) los Predios Productivos adquiridos y todas las mejoras existentes en los mismos o las que se incorporen en el futuro (incluyendo los Sistemas de Riego);
- iii) los derechos y acciones derivados de la documentación contractual suscripta en el proceso de adquisición y enajenación de los Predios Productivos, cualquiera sea la modalidad contractual empleada (boletos de reserva, promesa de compraventa, compraventa definitiva);

- iv) los importes obtenidos como consecuencia de la enajenación de los Predios Productivos;
- v) la Retribución de los Contratos de Aparcería;
- vi) los derechos y acciones derivados de todos los contratos que el Fiduciario suscriba por el Fideicomiso, sin que implique limitación los siguientes: Contrato de Agente de Pago, Contrato(s) de Aparcería, Contrato de Entidad Registrante, Contrato de Entidad Representante, y Contrato(s) de Prenda de Granos y la(s) Garantía(s) de Integración;
- vii) las Inversiones Permitidas y los frutos derivados de las mismas;
- viii) las indemnizaciones a las que eventualmente tenga derecho el Patrimonio Fiduciario derivadas de relaciones contractuales o por daño extracontractual;
- ix) los fondos existentes en las Cuentas Fiduciarias, sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso;
- x) los derechos de cobro de las pólizas de seguro cedidos y endosados a favor del Fiduciario por el Fideicomiso, por el porcentaje del 23% conforme a lo previsto en la cláusula 8.6 del Contrato de Fideicomiso;
- xi) cualquier otro bien o derecho derivado de los bienes y derechos referidos precedentemente.

Valuación del patrimonio del

Fideicomiso:

Los activos y los correspondientes pasivos del Fideicomiso se valuarán de acuerdo a las normas contables adecuadas (NIIF) y a las normas que al respecto dicte el BCU.

Plazo del Fideicomiso:

El Fideicomiso tendrá un plazo de 15 años contados desde la fecha de emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración. Transcurrido dicho plazo, deberá iniciarse el proceso de liquidación del Patrimonio Fiduciario. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá prorrogarse, por un plazo máximo de tres años, conforme se establece en el Contrato de Fideicomiso.

Causales de extinción anticipada del Fideicomiso:

El Fideicomiso se extinguirá en forma anticipada en cualquiera de los siguientes supuestos y siempre que ello sea resuelto por una Asamblea de Titulares por Mayoría Especial: i) en caso de denegarse al Fiduciario la autorización para ser titular del derecho de propiedad sobre los Predios Productivos y luego de que la denegatoria hubiera quedado firme, entendiéndose por tal que se haya agotado a su respecto la vía administrativa recursiva y la acción de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo; o ii) como consecuencia de cualquier disposición legal o reglamentaria o resolución de autoridades competentes que se dicten en el futuro que tuviera como efecto la

imposibilidad absoluta de la implementación del Plan de Negocios de la forma prevista en el presente Contrato de Fideicomiso, y/o que impidieran al Fiduciario ser titular de inmuebles rurales, por cuenta del Fideicomiso o de derechos reales sobre Predios Productivos (en caso de ser un reglamento o resolución, la misma deberá ser firme, esto es, que a su respecto se haya agotado la vía administrativa recursiva y la acción de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo); o iii) en caso de vacancia del cargo de aparcerero conforme a lo previsto en la cláusula 8.12 del Contrato de Fideicomiso; o iv) en caso que la Mayoría Especial de Titulares resuelva la extinción del Fideicomiso, en el supuesto de insuficiencia patrimonial, conforme a lo previsto en los artículos 31 y 32 literal g) de la Ley de Fideicomiso y la cláusula 17.4 a) del Contrato de Fideicomiso.

Retribución de los Contratos de Aparcería:

El Aparcerero abonará en carácter de precio de los Contratos de Aparcería al Fideicomiso el 23% (veintitrés por ciento) de la Producción Bruta; encomendando el Fiduciario al Aparcerero las gestiones de comercialización de la misma, por su cuenta y orden.

Garantía de los Pagos bajo los Contratos de Aparcería:

En garantía del pago en tiempo y forma del precio de los Contratos de Aparcería, el Aparcerero gravará con prenda sin desplazamiento de primer grado a favor del Fiduciario, el 23% de los cultivos de granos a desarrollarse en los Predios Productivos, de las cosechas obtenidas en virtud de los cultivos referidos precedentemente y de las indemnizaciones que correspondan bajo los seguros contratados por el Aparcerero.

Derechos que confieren los Certificados de Participación:

Los Certificados de Participación confieren a sus titulares, los siguientes derechos:

- i) el derecho a percibir los Pagos Periódicos, es decir, el derecho a percibir en forma bianual, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos, el remanente de los ingresos derivados de la comercialización del 23% de la Producción Bruta, una vez deducidos de acuerdo al siguiente orden de prelación, los importes necesarios para: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso devengados que estuvieran pendientes de pago; b) recomponer la Cuenta de Gastos de acuerdo a la previsión de Gastos vigente para el año en curso; c) la constitución o recomposición de la Reserva Contingente, en caso de corresponder;
- ii) en los supuestos de Liquidación Parcial, el derecho a percibir los Pagos por Liquidación Parcial, es decir, el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos en la proporción que corresponda a su

participación en el total de Certificados de Participación emitidos, una vez deducidos los importes necesarios para cubrir lo siguiente de acuerdo al orden de prelación que se indica: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso devengados pendientes de pago que no pudieran ser atendidos con los fondos existentes en la Cuenta de Gastos; b) recomponer la Cuenta de Gastos en caso de corresponder, si los fondos existentes en la Cuenta de Gastos no fueran suficientes de acuerdo a la previsión de gastos vigente para el año en curso; c) la constitución o recomposición de la Reserva Contingente, en caso de corresponder.

- iii) en los supuestos de Liquidación Total, el derecho a percibir los Pagos por Liquidación Total, es decir, la totalidad de los fondos líquidos que existan en el Patrimonio Fiduciario (incluyendo el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos) que resulten de los estados contables a la fecha de liquidación del Fideicomiso en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación; en ambos casos, una vez deducidos de acuerdo al siguiente orden de prelación, los importes necesarios para: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso; b) constituir la Reserva Fija, conforme a lo previsto en la cláusula 19.2 del Contrato de Fideicomiso.

Fecha de pago:

Los Pagos Periódicos serán abonados a los Titulares de los Certificados de Participación los 15 de abril y 15 de septiembre de cada año siempre que se hubieran cancelado los Gastos del Fideicomiso que estuvieran pendientes de pago, recompuesto la Cuenta de Gastos de acuerdo a la previsión de gastos vigente para el año en curso y constituida o recompuesta la Reserva Contingente en caso de corresponder.

Los Pagos por Liquidación Parcial que correspondan como consecuencia de la Liquidación Parcial del Fideicomiso serán abonados a los Titulares dentro del plazo de treinta Días Hábiles desde la recepción del precio de enajenación de los Predios Productivos.

Los Pagos por Liquidación Total que correspondan como consecuencia de la Liquidación Total del Fideicomiso serán abonados a los Titulares dentro del plazo de ciento veinte Días Hábiles desde la culminación del proceso de liquidación conforme a lo previsto en la cláusula 9.1 (iii) y 19.3. del Contrato de Fideicomiso.

Comisiones y Gastos: Serán a cargo y costo exclusivo del Fideicomiso todos los gastos, tributos y otros costos que se generen para el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso, los cuales se encuentran definidos en la cláusula Décimo Tercero del Contrato de Fideicomiso.

De los importes recibidos por la colocación de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, se deducirán por parte del Fiduciario, las sumas necesarias a fin de abonar los siguientes gastos y honorarios:

i) los honorarios notariales (40 Unidades Reajustables de acuerdo al valor de la Unidad Reajutable vigente en el correspondiente semestre), montepíos notariales (15,5% de 1.500 Unidades Reajustables de acuerdo al valor de la Unidad Reajutable vigente en el correspondiente semestre) y tasas registrales por la constitución del Fideicomiso;

ii) el honorario del Fiduciario serán USD 39.400 + IVA al año, más una tasa efectiva anual del 6% sobre el monto de la garantía depositada en el BCU expresada en Unidades Indexadas a la cotización de la fecha de constitución de la misma, más una tasa efectiva anual del 0,03% anual sobre el monto de la Emisión, el que se facturará en Dólares Americanos;

iii) la remuneración de la Calificadora de Riesgos, por la calificación inicial de la emisión, que asciende a la suma de USD 18.000 más IVA más los gastos por el informe de contingencias jurídicas asociado a la calificación, cuyo costo oscila entre USD 3.000 y USD 5.000 más IVA;

iv) la remuneración de la Bolsa de Valores de Montevideo en su calidad de Entidad Representante, Entidad Registrante y por los gastos de cotización de los Certificados de Participación, por el primer año de vigencia del Fideicomiso, que equivalen a USD 10.000 más IVA;

v) la remuneración del Scotiabank Uruguay S.A. en su rol de Agente de Pago por el primer año de vigencia del Fideicomiso, que equivale a USD 10.000 más IVA;

vi) la remuneración de los Organizadores que equivale en total a USD 125.000 más IVA;

vii) la remuneración del asesor legal de la emisión, Bragard & Durán Abogados, que equivale a la suma de USD 48.000 más IVA;

viii) la retribución del Agente será de USD 100.000 más IVA, por concepto de honorarios por la identificación y selección de la

totalidad de los Predios Productivos, incluyendo el asesoramiento necesario a fin de determinar el cumplimiento de las especificaciones requeridas en el Plan de Negocios. Dicha suma será pagadera en tres cuotas iguales de conformidad con la cláusula 6.3 del Contrato de Fideicomiso. Adicionalmente, en ocasión de la adquisición de cada Predio Productivo, el Agente percibirá hasta 0.50% más IVA, calculado sobre el Precio de Compraventa del correspondiente Predio Productivo, por concepto de costos incurridos en el análisis de la aptitud de riego de los Predios Productivos.

Asambleas de Titulares:

Cualquier solicitud, requerimiento, autorización, instrucción, noticia, consentimiento, decisión y otra acción establecida en este Contrato de Fideicomiso, en el Contrato de Entidad Representante y/o en los Documentos de Emisión de los Certificados de Participación o en cualquier otro contrato relacionado con la emisión como correspondiendo a los Titulares será adoptada en Asamblea de Titulares.

Las Asambleas de Titulares podrán ser convocadas por el Fiduciario, la Entidad Representante o por Titulares que representen al menos el 10% del valor nominal de los Certificados de Participación emitidos y en circulación, quienes realizarán la convocatoria a través de la Entidad Representante.

La Entidad Representante la convocará dentro del plazo máximo de sesenta días corridos de recibida la solicitud.

En cuanto a su constitución y funcionamiento para adoptar resoluciones, se aplicarán las disposiciones sobre asambleas de accionistas establecidas en la Ley 16.060 en lo pertinente, y en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso o en el Contrato de Entidad Representante.

Las resoluciones se adoptarán por el voto conforme de uno o más Titulares cuyos Certificados de Participación representen en su conjunto un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación, excepto que el Contrato de Fideicomiso, el Contrato de Entidad Representante o el (los) Documento(s) de Emisión establezcan la exigencia de una mayoría mayor.

A fin de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho de voto los Certificados de Participación propiedad del Agente/Aparcero, o sus accionistas, empresas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 o cualquiera de las Personas

Claves, en las Asambleas de Titulares que resuelvan: i) la remoción del Agente y la designación de los integrantes del Comité de Vigilancia y las cuestiones inherentes a su funcionamiento; ii) la remoción del Aparcero; iii) aprobar modificaciones al Plan de Negocios y/o a(l) (los) Contrato(s) de Aparcería para recomponer su ecuación económica-financiera, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso; y v) en general, cualquier otra que implique la consideración de la eventual responsabilidad del Agente/Aparcero.

La Entidad Representante podrá exigirle al Agente/Aparcero y a las Personas Claves que declaren por escrito y bajo su responsabilidad si ha adquirido, directa o indirectamente, Certificados de Participación o si está en conocimiento de que lo hayan hecho sus accionistas, vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 y que indique su monto. También podrá exigirles a los Titulares que declaren bajo su responsabilidad si están incluidos en la situación prevista en las normas referidas precedentemente.

Toda decisión adoptada en una Asamblea de Titulares regularmente celebrada por el voto de Titulares que representen el capital requerido para dicha decisión, será obligatoria para todos los Titulares, aún para los ausentes o disidentes.

Modificaciones:

La Asamblea de Titulares, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Certificados de Participación representen en su conjunto un valor nominal superior al 75% del total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación, podrá:

- (i) resolver modificaciones en las Fechas de Integración para la Integración Diferida, de conformidad con lo establecido en la cláusula 5.2 del Contrato de Fideicomiso;**
- (ii) consagrar la forma de enajenación de los bienes del Patrimonio Fiduciario mediante la aprobación de los planes de liquidación preparados por el Agente;**
- (iii) aprobar la extinción anticipada y la prórroga del plazo del Fideicomiso;**
- (iv) resolver Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario en caso de resolverse la prórroga del Fideicomiso;**
- (v) disponer la remoción del Agente y la designación del**

Agente Sustituto conforme a lo establecido en la cláusula 6.5 y 6.7 del Contrato de Fideicomiso;

- (vi) disponer la rescisión de los Contratos de Aparcería en los supuestos establecidos en la cláusula 8.11 del Contrato de Fideicomiso y la designación del (los) Aparcero(s) Sustituto(s) conforme a lo previsto en la cláusula 8.12 del Contrato de Fideicomiso;**
- (vii) resolver la sustitución de la Entidad Representante;**
- (viii) disponer la remoción del Fiduciario en las condiciones previstas en la cláusula 16.1 del Contrato de Fideicomiso y la designación del fiduciario sustituto;**
- (ix) decidir respecto del veto a la modificación de las metas previstas en la cláusula 7.2 del Contrato de Fideicomiso;**
- (x) resolver la forma de administración y liquidación del Patrimonio Fiduciario o la extinción del Fideicomiso, en el supuesto de insuficiencia patrimonial, conforme a lo previsto en los artículos 31 y 32 literal g) de la Ley de Fideicomisos;**
- (xi) aprobar modificaciones al Plan de Negocios y/o al (los) Contratos de Aparcería para recomponer su ecuación económica financiera, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso;**
- (xii) modificar las condiciones de emisión de los Certificados de Participación en cuanto a la reducción de cualquier pago que deba efectuarse bajo los Certificados de Participación.**

Consentimiento del Aparcero:

Adicionalmente requerirán el consentimiento del Aparcero, las resoluciones de la Asamblea de Titulares que dispongan o afecten según el caso:

- (i) la extinción anticipada o prórroga del Contrato de Fideicomiso por circunstancias no previstas en la cláusula 4.2 y 4.3 del Contrato de Fideicomiso;**
- (ii) las Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario fuera de las hipótesis de prórroga del Fideicomiso según lo establecido en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso;**
- (iii) el derecho del Aparcero de obtener la renovación de los Contratos de Aparcería en el marco de lo dispuesto en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso.**

Las resoluciones de la Asamblea de Titulares en relación a estas cuestiones que no cuenten con el consentimiento del Aparcero serán inoponibles al mismo.

Comité de Vigilancia: Estará integrado por hasta 3 miembros representantes de los Titulares, cuyos miembros iniciales deberán ser designados por la Asamblea de Titulares por Mayoría Absoluta dentro de un plazo de cuarenta y cinco días corridos de la emisión de los Certificados de Participación. Al menos uno de los miembros del Comité de Vigilancia deberá tener aptitud técnica y experiencia para el cumplimiento de las tareas encomendadas.

El Comité de Vigilancia tendrá como objeto controlar el cumplimiento de las obligaciones asumidas por el Agente, el Aparcero y del desarrollo del Plan de Negocios, que suponen un conocimiento y *expertise* técnico de proyectos agropecuarios.

En oportunidad de su constitución y en cada oportunidad de que se renueven sus miembros, deberá aprobarse el presupuesto de ingresos y gastos del Comité de Vigilancia y un Protocolo de Fiscalización, que incluirá las auditorías técnicas a realizarse por el Comité de Vigilancia a los efectos de la verificación de las plantaciones y cosechas realizadas y el área productiva efectivamente afectada a cada cultivo in situ (esto es, en los Predios Productivos), o la actividad ganadera u otra, para la determinación de la Producción Bruta, entre otras.

El Protocolo de Fiscalización deberá ser aprobado además por el Fiduciario.

Sus atribuciones están previstas en la cláusula 18.4.

Auditor Contable: Deloitte S.C.

Asesor Fiscal: Auren Uruguay

Asesor Legal: Bragard & Durán Abogados

Organizadores: Bearing Agro S.A. / Auren Consultores / Bragard & Durán Abogados

Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo S.R.L.

Calificación de Riesgo: La calificación de los Certificados de Participación es BBB (Uy).

Inscripción: Los Certificados de Participación serán inscriptos en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Cotización: Los Certificados de Participación serán ofrecidos mediante oferta pública en la BVM y cotizarán en dicha Bolsa de Valores.

Suscripción de los Certificados de Participación: La suscripción de los Certificados de Participación se efectuará en dos etapas:

- i) Entre las 11 y 13 horas del día 9 de setiembre de 2016, se podrán suscribir Certificados de Participación por hasta USD 46.250.000.
- ii) Entre las 14 y 15 horas del día 9 de setiembre de 2016, se podrán suscribir Certificados de Participación por hasta el 8,2% de los montos suscriptos en la primera etapa, por hasta USD 3.750.000.

En caso que en la segunda etapa del período de suscripción se reciban ofertas que superen el tope máximo de suscripción para dicha etapa (es decir, 8,2% de los montos suscriptos en la primera etapa, por hasta USD 3.750.000), y en la primera etapa no se hubiera alcanzado el máximo de suscripción permitida (esto es USD 46.250.00), las ofertas en exceso se imputarán haber sido realizadas en la primera etapa del período de suscripción.

Como sponsor del proyecto, se deja expresa constancia que Bearing Agro S.A. suscribirá en forma pública la totalidad de los Certificados de Participación que se ofrezcan en la segunda etapa según lo descrito precedentemente. A tales efectos, el Fiduciario ha suscripto con Bearing Agro S.A. el Compromiso de Suscripción e Integración de Bearing Agro S.A. por el que se compromete a suscribir en firme tales valores, a través de un agente habilitado a presentar ofertas de suscripción en la BVM. El Compromiso de Suscripción e Integración de Bearing Agro S.A. estará sometido a la condición suspensiva que se obtenga el registro de los Certificados de Participación en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

La suscripción se realizará de acuerdo al sistema de licitación electrónica de la Bolsa de Valores de Montevideo.

Los Certificados de Participación se adjudicarán a los oferentes al cierre del período de suscripción, mediante el sistema de colocación por cantidad a un precio único que se desarrollará en forma electrónica a través de la BVM, sujeto a que al cierre del período de suscripción, se obtengan suscripciones por un valor nominal total mínimo de USD 30.000.000.

En caso de recibirse ofertas de suscripción que no alcancen ese

monto total mínimo, el Fiduciario deberá dejar sin efecto la emisión.

En caso de existir exceso de demanda, los Certificados de Participación se adjudicarán a prorrata de las solicitudes realizadas.

Integración
de los Certificados de
Participación:

La integración de los Certificados de Participación deberá realizarse conforme al cronograma de integración que se establece a continuación.

:

- i) 1/3 de los montos suscritos, dentro del segundo Día Hábil siguiente al cierre del período de suscripción, es decir el día 13 de setiembre de 2016, hasta las 17 horas;
- ii) 1/3 de los montos suscritos, a los seis meses del cierre del período de suscripción, es decir el día 9 de marzo de 2017, hasta las 17 horas.
- iii) el remanente, a los doce meses del cierre del período de suscripción, es decir el día 9 de setiembre de 2017, hasta las 17 horas.

En la fecha de cada integración el Fiduciario procederá a emitir los Certificados de Participación que correspondan en virtud de las integraciones efectivamente realizadas.

Sin perjuicio de las fechas de integración antes indicadas, la Asamblea de Titulares por Mayoría Especial podrá modificar las fechas de integración que se indican en los numerales (ii) y (iii) precedentes, pudiendo únicamente atrasar las mismas en concordancia con los plazos previstos en la cláusula 7.2. del Contrato de Fideicomiso. En tal caso, los suscriptores iniciales estarán obligados a integrar los fondos que correspondan a la fecha de integración resuelta por la Asamblea de Titulares.

Se deja expresa constancia que la transferencia de los Certificados de Participación que sean emitidos a los Titulares en ningún caso importará la transferencia de la obligación de realizar las integraciones a que dicho Titular hubiera quedado comprometido en virtud de la suscripción.

Garantía de Integración:

La suscripción de todo Certificado de Participación estará condicionada a la constitución de una garantía en favor del Fiduciario que deberá consistir en: (i) una prenda de depósito por el monto total de lo suscrito y no integrado, más un 10,00 % por concepto de intereses moratorios que pudieran corresponder y que fueran devengados desde el respectivo incumplimiento y

hasta el efectivo pago, así como a los gastos y honorarios que la cobranza pudiere originar; o (ii) una garantía a primera demanda irrevocable emitida por una institución bancaria uruguaya de primera línea por el monto total de los Certificados de Participación suscriptos y no integrados más un 10,00% por concepto de intereses moratorios que pudieran corresponder y que fueran devengados desde el respectivo incumplimiento y hasta el efectivo pago así como a los gastos y honorarios que la cobranza pudiere originar. La garantía deberá mantenerse vigente mientras subsista la obligación de integración de los Certificados de Participación.

Se exceptúa a las Instituciones de Intermediación Financiera, Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, Cajas Paraestatales, a Bearing Agro S.A. y entidades aseguradoras debidamente registradas ante el Banco Central del Uruguay de la obligación de constituir la presente garantía.

Mora en la Integración:

La mora en la integración de los Certificados de Participación comprometida para cada una de las fechas de integración se producirá de forma automática vencidos cualquiera de los plazos previstos para efectuar la integración.

En caso de configurarse la mora, el Fiduciario no emitirá los Certificados de Participación correspondientes al suscriptor moroso y se devengarán intereses moratorios a una tasa de interés efectiva anual del 10,00%, los que se calcularán sobre el monto suscripto que corresponda integrar en la respectiva fecha de integración, desde el respectivo incumplimiento.

Producida la mora, el Fiduciario podrá adoptar cualquiera de las siguientes vías de acción que considere más apropiada para los intereses del Fideicomiso, a cuyos efectos evaluará entre otros aspectos, la causa del incumplimiento, la existencia de garantías (pudiendo asimismo variar la misma en cualquier momento y sin expresión de causa):

- i) ejecutar la Garantía de Integración por el monto necesario para afrontar la integración comprometida que estuviera vencida e impaga, más los intereses moratorios que se hayan devengado hasta el efectivo cobro; así como los gastos y honorarios que la cobranza hubiere originado; en cuyo caso deberá emitir los correspondientes Certificados de Participación por la integración efectiva.
- ii) reclamar judicialmente el cumplimiento de la obligación de integrar con más los daños y perjuicios.
- iii) declarar rescindida la suscripción de los Certificados de

Participación no integrados de pleno derecho y sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial alguna, perdiendo asimismo el suscriptor moroso el derecho a integrar las suscripciones en mora así como cualquier otra integración a realizar en una fecha de integración futura aun no vencida.

Se deja expresa constancia que la no integración en fecha por parte del suscriptor moroso no tendrá ninguna incidencia, ni afectará a los Certificados de Participación ya emitidos a favor de éste con anterioridad, correspondientes a integraciones ya efectuadas.

Si como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones de integración por parte de uno o más suscriptores morosos el Patrimonio Fiduciario se viera reducido a criterio del Fiduciario de manera tal que el Plan de Negocios pudiera verse sustancialmente afectado, el Fiduciario podrá a su exclusivo criterio poner a consideración de la Asamblea de Titulares la posibilidad de proceder a efectuar una nueva emisión de Certificados de Participación para cubrir los montos que no se hubieran integrado por el/los suscriptores morosos. De la misma forma, Titulares que representen por lo menos 20% del total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación, o bien la Entidad Representante, podrán convocar a Asamblea para tratar este tema.

Se aclara expresamente que las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional que hubieran suscripto Certificados de Participación, no incurrirán en mora (y por tanto no constituirán suscriptores morosos) en caso que la no integración comprometida en virtud de la suscripción por éstas efectuada, obedezca a que los Certificados de Participación perdieron su condición de instrumento pasible de ser adquirido por las Administradores de Fondos de Ahorro Previsional (de conformidad con lo establecido en el literal b) del art. 123 de la Ley N° 16.713 y sus modificativas) por razones no imputables a la propia Administradora de Fondos de Ahorro Previsional.

Fecha(s) de Emisión: Los Certificados de Participación se emitirán en función de los montos integrados por los suscriptores:

13 de setiembre de 2016 (Fecha de Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración).

9 de marzo de 2017 (Fecha de Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Segunda Integración).

9 de setiembre de 2017 (Fecha de Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Última Integración).

Únicamente se emitirán Certificados de Participación por los montos efectivamente integrados.

Ley Aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay

Resumen de Contratos

Contrato de Entidad Registrante

En virtud de este contrato el Fiduciario designa a la Bolsa de Valores de Montevideo, para que actúe como Entidad Registrante de los Certificados de Participación, de acuerdo a lo dispuesto por los arts. 23 y siguientes de la Ley 18.627 y por la reglamentación vigente.

La Entidad Registrante llevará un registro de los Certificados de Participación emitidos bajo el formato de anotación en cuenta en forma electrónica, así como cuentas de cada uno de los Titulares de los Certificados de Participación.

En el registro se anotarán la clase y el número de orden de cada Certificado de Participación, los pagos realizados bajo los mismos que corresponden a cada Titular de Certificados de Participación, y los datos identificatorios del Titular. También se inscribirán en dicho registro todos los negocios jurídicos que se realicen con los Certificados de Participación, y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas, así como sus modificaciones.

La Entidad Registrante emitirá a los Titulares que resulten de su registro, en cualquier momento que lo soliciten, una constancia escrita acreditante de su calidad de tal, con los datos identificatorios del Titular, valor nominal de los Certificados de Participación, y cualquier otra constancia o aclaración que el Fiduciario estime conveniente.

La transferencia de derechos de los Titulares de los Certificados de Participación se operará únicamente luego de que cedente y cesionario comuniquen a la Entidad Registrante por escrito su decisión de transferir los derechos correspondientes a uno o más Certificados de Participación, y que el nuevo Titular registre su firma ante la Entidad Registrante.

Contrato de Entidad Representante

Se designa a la Bolsa de Valores de Montevideo, como Entidad Representante de los Certificados de Participación al amparo de lo dispuesto en la Ley Nº 18.627 (la “Ley de Mercado de Valores”) y arts. 456, 457 y 464 de la Ley Nº 16.060.

La Entidad Representante asumirá las siguientes obligaciones: (a) controlar las suscripciones e integraciones efectuadas de los Certificados de Participación; (b) asumir la representación legal de los Titulares, con el alcance previsto en el contrato y en cada documento de emisión; (c) defender los derechos e intereses colectivos de los Titulares durante la vigencia de los Certificados de Participación y hasta su cancelación total de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores y con el contrato.

La Entidad Representante podrá realizar, en nombre y representación de los Titulares, los siguientes actos: (a) solicitar información relativa al Fiduciario y/o al Fideicomiso, así como toda información que corresponda bajo las normas vigentes, o se deriven de la reglamentación de la bolsa en la cual los Certificados de Participación coticen; (b) realizar aquellos actos que sean necesarios para conservar los derechos de los Titulares, inclusive las gestiones judiciales que se requieran para no perjudicar los mismos; (c) citar a la asamblea de Titulares, en los casos que lo considere oportuno o conveniente para la defensa de los intereses de éstos o, cuando de

acuerdo al presente Contrato o los respectivos documentos de emisión corresponda; (d) ejecutar, en nombre de los Titulares, los actos jurídicos que disponga la asamblea de Titulares o las mayorías de Titulares que correspondan, sin perjuicio de la facultad de la Entidad Representante de negarse a cumplir dicha resolución; (e) informar a los Titulares, a la mayor brevedad posible y por medios idóneos, sobre cualquier incumplimiento por parte del Fiduciario de sus obligaciones; (f) actuar en nombre de los Titulares en los procesos judiciales los cuales la Asamblea lo faculte y (g) informar a la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU, a la mayor brevedad posible, sobre cualquier situación o evento que pudiera significar un conflicto de interés en sus actuaciones frente a sus representados.

Contrato de Aparcería

El Fiduciario concede al Aparcero, el uso y goce de un Predio Productivo, con destino principalmente agrícola. En el área agrícola del inmueble el Aparcero podrá cultivar maíz, soja, sorgo, trigo, entre otros granos, a su exclusivo costo y responsabilidad, con el apoyo de los Sistemas de Riego a ser incorporados. Queda comprendido además, el derecho al uso exclusivo de parte del Aparcero de los recursos hídricos existentes necesario a los efectos del funcionamiento del Sistema de Riego a instalarse en el inmueble.

El Aparcero se encuentra habilitado a desarrollar en el inmueble actividad ganadera -en el área no agrícola del inmueble-, así como aquellas actividades accesorias que permitan generar ingresos en el marco de la explotación del Predio Productivo y sus mejoras. La actividad ganadera podrá ser desarrollada a través de terceros, ya sea mediante la suscripción de contratos de pastoreo u otras figuras similares, no así la actividad agrícola.

El Aparcero abonará en carácter de precio, el 23% de la Producción Bruta según se define en dicho contrato. El 23% de la Producción Bruta en ningún caso podrá ser con relación a la producción agrícola y pecuaria, inferior al Pago Mínimo correspondiente, que se calculará en concordancia a lo previsto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso.

En garantía del cumplimiento de sus obligaciones, el Aparcero, simultáneamente grava con derecho de prenda a favor del Fiduciario, bajo la modalidad llamada "flotante" de conformidad a lo establecido en el artículo 3 de la Ley N° 17.228, el 23% de: i) los cultivos de granos a desarrollarse en el Inmueble, ii) las cosechas obtenidas en virtud de los cultivos referidos precedentemente y iii) las indemnizaciones que correspondan en caso de siniestro que afecte los bienes objeto de la prenda en virtud de los seguros contratados por el Aparcero.

IV. SUMARIO EJECUTIVO

El presente capítulo contiene una descripción general del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas y su funcionamiento, recomendándose no obstante a los inversores leer detenidamente este Prospecto y sus Anexos.

1. EL FIDEICOMISO FINANCIERO.

Por Contrato de Fideicomiso celebrado con fecha 15 de Marzo de 2016 entre Bearing Agro S.A. en calidad de Fideicomitente y TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en calidad de Fiduciario, se constituyó el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, y modificado con fecha 25 de abril y 1 de junio de 2016 .

El Contrato de Fideicomiso y sus modificaciones se inscribieron en el Registro de Actos Personales con fecha 26 de julio y 27 de julio de 2016, respectivamente. El Contrato de Fideicomiso prevé la emisión de Certificados de Participación escriturales.

El Contrato de Fideicomiso debidamente firmado e inscripto se encuentra a disposición del público en la sede de la Entidad Representante, ubicada en la calle Misiones 1399 de la ciudad de Montevideo, Uruguay.

2. OBJETO DEL FIDEICOMISO. EJECUCIÓN DEL PLAN DE NEGOCIOS.

El objeto del Fideicomiso será la emisión de los Certificados de Participación a los efectos de obtener los recursos dinerarios necesarios para ejecutar el Plan de Negocios, el cual establece la estrategia comercial del proyecto y que pretende conferir a los Titulares de los Certificados de Participación un retorno periódico durante la vida del Fideicomiso y un retorno adicional al resolverse la Liquidación Parcial o Total del Patrimonio Fiduciario.

Los fondos obtenidos como consecuencia de la colocación de los Certificados de Participación, neto de las deducciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso y la previsión de Gastos del Fideicomiso para los dos primeros ejercicio del Fideicomiso, se destinarán a ser invertidos en la adquisición de Predios Productivos, en los plazos y la forma indicada en la cláusula Séptimo del Contrato de Fideicomiso así como en la financiación de la ejecución de las Inversiones en Riego. Las condiciones que deberán reunir los Predios Productivos para su adquisición se encuentran descriptos en el Capítulo VII de este Prospecto y su adquisición se realizará previo consejo del Agente.

A los efectos de rentabilizar los Predios Productivos, se darán los mismos al Aparcero mediante Contratos de Aparcería, recibiendo como contrapartida un porcentaje de la Producción Bruta.

El Fideicomiso no realizará la explotación de los Predios Productivos sino que procurará generar una renta celebrando Contratos de Aparcería con el Aparcero. Dicha renta será la que derive de la contraprestación que tendrá el Fideicomiso en los Contratos de Aparcería consistente en el 23% (veintitrés por ciento) de la Producción Bruta que se obtenga.

El Aparcerero, además de ser quien lleve adelante la actividad agrícola (haciéndose cargo de los gastos que demande la explotación de los Predios Productivos), será el responsable de supervisar se ejecuten los trabajos para incorporar en todos los Predios Productivos, los Sistemas de Riego apropiados de acuerdo con las especificaciones descritas en el Prospecto y conforme lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y en el Plan de Negocios, con cargo a los fondos integrantes del Patrimonio Fiduciario..

La incorporación de Sistemas de Riego pretende no solo incrementar el valor de los Predios Productivos sino la productividad de los mismos.

Al vencimiento del plazo del Fideicomiso, ya sea el plazo original o su prórroga, se procederá a la liquidación del Patrimonio Fiduciario, enajenándose los Predios Productivos y con ello, esperándose con ello realizar el mayor valor que tendrían los Predios Productivos.

3. PATRIMONIO FIDUCIARIO.

Estará constituido por los siguientes bienes y derechos:

- i) los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación;
- ii) los Predios Productivos adquiridos y todas las mejoras existentes en los mismos o las que se incorporen en el futuro (incluyendo los Sistemas de Riego);
- iii) los derechos y acciones derivados de la documentación contractual suscripta en el proceso de adquisición y enajenación de los Predios Productivos, cualquiera sea la modalidad contractual empleada (boletos de reserva, promesa de compraventa, compraventa definitiva);
- iv) los importes obtenidos como consecuencia de la enajenación de los Predios Productivos;
- v) la Retribución de los Contratos de Aparcería;
- vi) los derechos y acciones derivados de todos los contratos que el Fiduciario suscriba por el Fideicomiso, sin que implique limitación los siguientes: Contrato de Agente, Contrato de Agente de Pago, Contrato(s) de Aparcería, Contrato de Entidad Registrante, Contrato de Entidad Representante, Contrato de Agente, y Contrato(s) de Prenda de Granos, y la(s) Garantía(s) de Integración;
- vii) las Inversiones Permitidas y los frutos derivados de las mismas;
- viii) las indemnizaciones a las que eventualmente tenga derecho el Patrimonio Fiduciario derivadas de relaciones contractuales o por daño extracontractual;
- ix) los fondos existentes en las Cuentas Fiduciarias, sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso;
- x) los derechos de cobro de las pólizas de seguro cedidos y endosados a favor del Fiduciario por el Fideicomiso, por el porcentaje del 23% conforme a lo previsto en la cláusula 8.6 del Contrato de Fideicomiso;
- xi) cualquier otro bien o derecho derivado de los bienes y derechos referidos precedentemente.

4. PLAZO DEL FIDEICOMISO. EXTINCIÓN ANTICIPADA.

El Fideicomiso tendrá un plazo de 15 (quince) años contados desde la Fecha de Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración. Transcurrido dicho plazo, deberá iniciarse el proceso de liquidación del Patrimonio Fiduciario.

Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá prorrogarse por un plazo máximo de tres años, siempre que: i) una Asamblea de Titulares por Mayoría Especial resuelva la prórroga del plazo original del Fideicomiso y; ii) se ofrezca al Aparcero renovar los Contratos de Aparcería—en relación a los Predios Productivos que no se hubiera dispuesto su enajenación según se especifica a continuación- por el mismo plazo de la extensión del Fideicomiso y en los mismos términos y condiciones de los contratos suscriptos.

El Aparcero tendrá un plazo de treinta Días Hábiles para pronunciarse respecto a dicho ofrecimiento. Si transcurrido dicho plazo el Aparcero no comunicara al Fiduciario su decisión respecto a este asunto, se entenderá que el Aparcero ha resuelto no renovar los Contratos de Aparcería. De no cumplirse con el ofrecimiento referido precedentemente, la resolución de prórroga del Fideicomiso aprobada por la Asamblea de Titulares será nula.

La propuesta de prórroga podrá ser formulada por Titulares que representen al menos el 10% de los Certificados de Participación con una antelación mínima de 180 días a la fecha de finalización del Fideicomiso. La convocatoria deberá estar acompañada de un informe realizado por los promotores de la iniciativa, en el que se argumenten las razones para proponer la prórroga.

En la Asamblea de Titulares donde se considere la moción de prórroga del Fideicomiso también por Mayoría Especial de Titulares podrá resolverse la Liquidación Parcial del Patrimonio Fiduciario, resolviéndose la enajenación de determinados Predios Productivos. Fuera de esta instancia, la Asamblea de Titulares no podrá resolver Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario sin contar con el consentimiento del Aparcero. El Agente (o el Agente Sustituto en su caso) asistirá al Fiduciario en dicha enajenación, debiendo cumplir con el procedimiento establecido en la cláusula 19.1 del Contrato de Fideicomiso, en lo que fuera aplicable.

El Fideicomiso se extinguirá en forma anticipada en cualquiera de los siguientes supuestos y siempre que ello sea resuelto por una Asamblea de Titulares por Mayoría Especial: i) en caso de denegarse al Fiduciario la autorización para ser titular del derecho de propiedad sobre los Predios Productivos y luego de que la denegatoria hubiera quedado firme, entendiéndose por tal que se haya agotado a su respecto la vía administrativa recursiva y la acción de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo; o ii) como consecuencia de cualquier disposición legal o reglamentaria o resolución de autoridades competentes que se dicten en el futuro que tuviera como efecto la imposibilidad absoluta de la implementación del Plan de Negocios de la forma prevista en el presente Contrato de Fideicomiso y/o que impidieran al Fiduciario ser titular de inmuebles rurales, por cuenta del Fideicomiso o de derechos reales sobre Predios Productivos (en caso de ser un reglamento o resolución, la misma deberá ser firme, esto es, que a su respecto se haya agotado la vía administrativa recursiva y la acción de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo); o iii) en caso de vacancia del cargo de aparcero conforme a lo previsto en la cláusula 8.12 del Contrato de Fideicomiso; o iv) en caso que la Mayoría Especial de Titulares resuelva la extinción del Fideicomiso, en el supuesto de insuficiencia patrimonial, conforme a lo previsto en los artículos 31 y 32 literal g) de la Ley de Fideicomiso y la cláusula 17.4 a) del Contrato de Fideicomiso.

Asimismo, de conformidad con lo establecido en la cláusula Vigésimo Cuarto del Contrato de Fideicomiso, el Fideicomiso se resolverá de pleno derecho y sin responsabilidad para las partes, (i) en caso que no se obtuviera la autorización del BCU para oferta pública dentro del plazo de 24 meses desde la suscripción del presente; (ii) en caso que transcurrido el plazo de un año desde la obtención de la autorización del BCU para oferta pública, no se realizara la emisión de los Certificados de Participación.

5. LA ETAPA DE SELECCION DE LOS PREDIOS PRODUCTIVOS. EL ROL DEL AGENTE.

Una vez emitidos los Certificados de Participación y por tanto obtenidos los recursos necesarios para iniciar la ejecución del Plan de Negocios, el Fiduciario, asistido por el Agente, se encargará de implementar la primer etapa del Plan de Negocios que consiste en la adquisición de los Predios Productivos dentro del Uruguay (siguiendo para ello el Protocolo de Selección de Campos) y que servirán para posteriormente rentabilizarlos mediante la celebración de los Contratos de Aparcería.

Para ello, el Fiduciario contará con los servicios del Agente debiendo éste asistirlo en la identificación, selección, recomendación y negociación de los Predios Productivos para su adquisición por el Fiduciario en representación del Fideicomiso, todo ello conforme a lo dispuesto en el Capítulo VII de este Prospecto.

Los servicios del Agente comprenderán:

- i) Identificación, selección, recomendación y negociación de los inmuebles rurales o derechos sobre los mismos que cumplan con el Protocolo de Selección de Campos, las especificaciones requeridas en la cláusula 7.1 del Contrato de Fideicomiso y el Plan de Negocios, para su adquisición por el Fiduciario en representación del Fideicomiso. Comprende el asesoramiento en todo lo relativo a la aptitud irrigatoria de los Predios Productivos propuestos para adquirir, el diseño de los Sistemas de Riego y el presupuesto de la Inversión en Riego, incluyendo la selección de la empresa que llevará adelante la instalación, la determinación de los costos asociados a la instalación de los Sistemas de Riego y demás aspectos que surgen del Protocolo de Selección de Campos y del Plan de Negocios; a cuyos efectos podrá asesorarse con los profesionales que estime convenientes (por su cuenta y cargo), incluso aun cuando resulten Personas Vinculadas.
- ii) Asistencia al Fiduciario en la realización de todos los actos necesarios para la adquisición de los Predios Productivos seleccionados o de derechos sobre los mismos conforme lo establecido en la cláusula 7.3 del Contrato de Fideicomiso.
- iii) Asesorar al Fiduciario en la determinación de las autorizaciones, permisos o habilitaciones que la normativa vigente exija al propietario de los Predios Productivos, y colaborar con el Fiduciario prestando asistencia al Asesor Legal y/o a los profesionales que el Fiduciario designe, en todo lo que éstos requieran para realizar las actividades necesarias a fin de obtener y/o mantener vigentes, todas las autorizaciones, aprobaciones, permisos, u actos de cualquier naturaleza que sean necesarios y requeridos por la normativa vigente o las autoridades competentes, así como aquellas que se exijan en el futuro con relación al Fiduciario, para ser titular del derecho de

propiedad de los Predios Productivos o para la implementación del Plan de Negocios en general que la normativa vigente exija respecto del propietario de los Predios Productivos.

- iv) Preparación y entrega al Fiduciario y al Comité de Vigilancia de los informes establecidos en la cláusula 6.4 del Contrato de Fideicomiso.
- v) Entrega al Fiduciario y/o al Comité de Vigilancia, de toda la información que le sea requerida en relación al desempeño de sus funciones.
- vi) Informar de manera inmediata al Fiduciario y al Comité de Vigilancia, cualquier hecho, circunstancia, o acto del que tuviera conocimiento que pudiera afectar adversamente la implementación del Plan de Negocios y/o el Patrimonio Fiduciario.
- vii) Elaborar los Presupuestos de Gastos –en conjunto con el Fiduciario cuando así corresponda-.
- viii) Eventualmente, asistencia al Fiduciario en el proceso de enajenación de los Predios Productivos al momento de liquidarse total o parcialmente el Fideicomiso, conforme al procedimiento establecido en la cláusula 19.1 del Contrato de Fideicomiso.

El Agente percibirá únicamente una retribución por el cumplimiento de todas las actividades descritas en la cláusula 6.1 del Contrato de Fideicomiso, asociada a las adquisiciones de Predios Productivos en las que efectivamente participe. La retribución a ser abonada al Agente, será de USD 100.000 más IVA, por concepto de honorarios por la identificación y selección de la totalidad de los Predios Productivos que fuera posible adquirir con los fondos estimados en la cláusula 7.1 del Contrato de Fideicomiso, de conformidad con el Protocolo de Selección de Campos, incluyendo el asesoramiento necesario a fin de determinar el cumplimiento de las especificaciones requeridas en dicho contrato y en el Plan de Negocios. Dicha suma será pagadera en tres cuotas iguales: (i) la primera, en ocasión de la adquisición del primer Predio Productivo que se concrete; (ii) la segunda, cuando se hayan adquirido Predios Productivos que representen la inversión de al menos el 50% de los fondos estimados para la adquisición y puesta a punto de Predios Productivos conforme lo señalado en la cláusula 7.1 del Contrato de Fideicomiso; y (iii) la tercera, cuando se hayan adquirido la totalidad de los Predios Productivos que sea posible con los fondos estimados para la adquisición. Adicionalmente, en ocasión de la adquisición de cada Predio Productivo, el Agente percibirá hasta 0.50% más IVA, calculado sobre el Precio de Compraventa del correspondiente Predio Productivo, por concepto de costos incurridos en el análisis de la aptitud de riego de los Predios Productivos, en cuyo caso, el Agente entregará al Fiduciario copia de la factura que acredita el correspondiente costo.

No se incluye dentro de la retribución del Agente los impuestos aplicables a la operación de adquisición de los Predios Productivos (a título de ejemplo, el Impuesto a las Trasmisiones Patrimoniales) que deban ser soportados por el adquirente del Predio Productivo bajo las normas tributarias vigentes al momento de realizarse la adquisición, los cuales serán de cargo del Fideicomiso y por ende Gastos del Fideicomiso.

En ocasión de la enajenación de Predios Productivos –ya sea en los supuestos de Liquidación Parcial o Liquidación Total-, la Asamblea de Titulares y el Agente podrán acordar la participación de este último para la asistencia al Fiduciario en dicho proceso de venta. A tales

efectos, el Agente deberá someter para la aprobación de la Asamblea de Titulares, el correspondiente presupuesto de honorarios y gastos. De no acordarse con el Agente, la Asamblea de Titulares deberá aprobar la designación de un tercero idóneo para ese fin, así como sus honorarios. La Asamblea de Titulares podrá delegar en el Comité de Vigilancia la resolución de estas cuestiones.

El Agente deberá remitir al Fiduciario y al Comité de Vigilancia la siguiente información:

- i) En forma trimestral, dentro de los primeros diez Días Hábiles del mes siguiente al cierre del correspondiente trimestre calendario y hasta que se complete la inversión en Predios Productivos, información respecto a los avances en el proceso de identificación, selección, recomendación de los Predios Productivos a ser adquiridos; incluyendo en particular el informe previsto en la cláusula 7.3 del Contrato de Fideicomiso.
- ii) Emitir los informes que correspondan cada vez que se reciban ofertas de compra, con el detalle de las condiciones de la transacción, el precio, las garantías y demás términos de la contratación y en el que se expondrá los fundamentos por los cuales el Agente recomienda dicha enajenación, en los supuestos de Liquidación Parcial o Total del Fideicomiso.

El Contrato de Agente debidamente firmado se encuentra a disposición del público en la sede de la Entidad Representante, ubicada en la calle Misiones 1399 de la ciudad de Montevideo, Uruguay.

6. INVERSIÓN EN LOS PREDIOS PRODUCTIVOS.

El Agente se encargará de identificar y seleccionar los Predios Productivos que cumplan con las condiciones requeridas conforme lo establecido en el Capítulo VII de este Prospecto.

El Agente empleará sus mejores esfuerzos para identificar e informar al Fiduciario y al Comité de Vigilancia (en las condiciones previstas en la cláusula 7.3 del Contrato de Fideicomiso) dentro del plazo de nueve meses desde la Fecha de la Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, Predios Productivos que cumplan con las condiciones referidas en la cláusula 7.1 del Contrato de Fideicomiso y sean susceptibles de adquisición, y que en todo caso deberán representar la inversión de un mínimo del 50% de los fondos estimados en la cláusula 7.1 del Contrato de Fideicomiso (esto es, 85% del remanente de los fondos obtenidos en virtud de la colocación de los Certificados de Participación una vez efectuadas las deducciones referidas en tal cláusula).

El Agente empleará sus mejores esfuerzos para que dentro del plazo de dieciocho meses desde la Fecha de la Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, el 100% del remanente de los fondos obtenidos en virtud de la colocación de los Certificados de Participación que resulte en virtud de lo establecido en la cláusula 5.6 del Contrato de Fideicomiso –en la medida de lo posible, ya que puede existir un remanente que no sea suficiente para la adquisición de Predios Productivos–, hayan sido invertidos en la adquisición de Predios Productivos, conforme al procedimiento establecido en la cláusula 7.3. del Contrato de Fideicomiso.

Sin perjuicio de lo anterior, debe tenerse presente que las metas antedichas y sus plazos podrán ser modificados a propuesta del Agente en consideración a las condiciones de mercado de adquisición de los inmuebles rurales, con el objetivo de alcanzar la mejor relación precio/calidad de los inmuebles rurales a adquirir, y obtener el mejor retorno para los Titulares, a cuyos efectos deberá contarse con la opinión favorable, expresa y por escrito del Comité de Vigilancia, no asumiendo el Fiduciario responsabilidad alguna al respecto. En caso que exista una propuesta del Agente a los efectos de modificar las metas antedichas en las condiciones previstas precedentemente, y siempre que se hubiera obtenido la conformidad del Comité de Vigilancia en las condiciones previstas, el Fiduciario deberá informar a los Titulares dicha circunstancia, los que podrán vetar la decisión por Mayoría Especial dentro del plazo de quince Días Hábiles desde la notificación referida.

Una vez identificados por el Agente uno o más inmuebles rurales que cumplan con las condiciones requeridas en la cláusula 7.1 del Contrato de Fideicomiso, el Agente informará dicha circunstancia al Fiduciario y al Comité de Vigilancia. A tales efectos, presentará un informe por escrito con el siguiente contenido: i) identificación del inmueble rural con la mayor cantidad de datos necesarios para identificar su ubicación geográfica, centros poblados cercados, accesibilidad, existencia de suministro de energía eléctrica; ii) su evaluación del cumplimiento de las condiciones referidas en la cláusula 7.1 y aptitud para el cumplimiento del Plan de Negocios, incluyendo en particular el área con aptitud agrícola y aptitud para riego, de las autorizaciones que se requieran para el destino proyectado, así como del impacto fiscal que puede derivar de la adquisición del inmueble –incluyendo al momento de su venta-; iii) el Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras; iv) precio de adquisición propuesto; v) dos tasaciones del inmueble realizada por dos Tasadores; y (vi) el Presupuesto de la Inversión en Riego y la vii) identificación del propietario, incluyendo una declaración jurada de Bearing Agro S.A., Agente y el Aparcero en la que se declare expresamente si se trata o no de Personas Vinculadas a éstos en los términos del presente contrato; y en caso que sea vinculada, fundamentar las características por las que es beneficioso para el Fideicomiso su adquisición..

El Comité de Vigilancia tendrá un plazo de veinte Días Hábiles para analizar el informe presentado por el Agente, en el que deberá comunicarle a éste y al Fiduciario, en forma expresa y por escrito, debidamente fundado, su conformidad u oposición a la adquisición de(l) (los) inmueble(s) propuesto(s) en base a las características y presupuestos de inversión respectivos. No podrá constituir causa de oposición al precio de la adquisición, si el promedio de las dos tasaciones presentadas arroja una diferencia de hasta un 10% del precio de adquisición propuesto. En caso que el Comité de Vigilancia no se pronuncie durante dicho plazo, se considerará que ha existido un rechazo del Comité de Vigilancia al informe presentado por el Agente y por tanto a los inmuebles rurales identificados por el Agente.

Sin perjuicio de la idoneidad técnica del Comité de Vigilancia respecto de la aprobación u oposición de la adquisición de(l) (los) inmueble(s) propuesto(s) y presupuestos de inversión respectivos, el Fiduciario deberá dentro del plazo de veinte Días Hábiles referido, verificar el cumplimiento de los requisitos formales previstos en el Contrato de Fideicomiso, pudiendo formular las observaciones que considerare pertinentes.

Si el Comité de Vigilancia tuviera observaciones en virtud de las cuales se opusiera a la adquisición de(l) (los) inmueble(s) o los presupuestos informado(s) por el Agente y dichas observaciones no pudieran ser subsanadas a criterio exclusivo y fundado del Comité de

Vigilancia, el o los inmuebles referidos deberán ser descartados, debiendo el Agente proceder a identificar otro(s), según corresponda. El Comité de Vigilancia podrá acordar con el Agente el procedimiento para subsanar las observaciones que a su juicio obstan a la adquisición de(l) (los) inmueble(s) identificado(s) por el Agente debiendo en todo caso dar cuenta de ello al Fiduciario.

En caso que el (los) inmueble(s) rural(es) identificado(s) por el Agente sea(n) aceptable(s) para el Comité de Vigilancia, conforme al procedimiento descrito anteriormente, y verificados los requisitos formales previstos en el Contrato de Fideicomiso por parte del Fiduciario de conformidad, el Agente coordinará con el Fiduciario para que se inicien los trámites para su adquisición. El Fiduciario y Agente deberán colaborar mutuamente en todo lo que se requiera en el marco del proceso de adquisición.

Con el asesoramiento del Asesor Legal -excepto no conformidad por escrito y expresa del Fiduciario con relación a los mismos por razón fundada-, el Fiduciario suscribirá un boleto de reserva respecto al Predio Productivo en cuestión por el cual se reserva el derecho a adquirir el mismo, sujeto a que: i) los títulos de propiedad de los inmuebles rurales sean buenos a criterio del escribano actuante, basándose en disposiciones legales vigentes; ii) los inmuebles rurales se encuentren libres de obligaciones, gravámenes y afectaciones de cualquier naturaleza y de ocupantes a cualquier título; iii) estén efectuados los aportes al Banco de Previsión Social y se obtenga el certificado especial del referido ente que habilite a enajenar los correspondientes padrones; iv) los bienes inmuebles no se encuentren designados para su expropiación total o parcial, o afectado por servidumbres; v) el Instituto Nacional de Colonización no ejerza la opción de compra que la ley le confiere respecto de los inmuebles rurales o sobre el 20% del área del mismo, ofrecimiento que deberá efectuarse de acuerdo a la ley, de ser el mismo aplicable; vi) se entregue constancia expedida por el Instituto Nacional de Colonización de que los bienes nunca pertenecieron a dicho organismo, según lo dispuesto por el artículo 70 de la Ley Nº 11.029, en la redacción dada por el artículo 15 de la Ley Nº 18.187 vii) que los bienes inmuebles no tengan afectaciones mineras de ninguna especie (autorizaciones, títulos mineros, concesiones, reservas, servidumbres ni permisos Mineros de ninguna especie), de acuerdo a lo previsto por la normativa vigente (Decreto-Ley Nº 15.242, de 8 de enero de 1982 -Código de Minería-, en la redacción dada por la Ley Nro. 18.813 de 23 de setiembre de 2011 y demás normas concordantes aplicables o que se aprueben en el futuro), ni servidumbres que los títulos mineros impongan sobre predios afectados, ni reservas mineras decretadas por el Poder Ejecutivo; (viii) se obtenga la autorización del Poder Ejecutivo para ser titular del Predio Productivo en cuestión. En caso de que no se cumplan las condiciones exigidas por el boleto de reserva, el mismo se rescindirá sin responsabilidad para el Fiduciario.

Sin perjuicio de lo antedicho, el Fiduciario podrá suscribir boletos de reserva o incluso promesas de compraventa, aun cuando el inmueble correspondiente no presente a la fecha de suscripción del boleto de reserva o de la promesa de compraventa, todas las condiciones referidas precedentemente, siempre que ello no implique la existencia de obstáculos jurídicos o de hecho para la celebración de los Contratos de Aparcería, explotación agrícola de los mismos y normal desarrollo del Plan de Negocios. En este caso la forma de cumplimiento de las condiciones bajo las que se reservó o prometió adquirir el Predio Productivo deberá quedar expresamente prevista y cumplida al momento de otorgarse el compromiso de compraventa o la escritura de compraventa definitiva en su caso.

A dichos efectos, se deberá prever en forma expresa la condición no cumplida y la forma de su cumplimiento; con indicación de responsabilidades, plazos y sanciones en caso de incumplimiento.

Una vez suscripto el boleto de reserva, el Asesor Legal –excepto no conformidad por escrito y expresa del Fiduciario por razón fundada- procederá entonces a realizar el estudio legal de títulos de propiedad, planos y demás antecedentes gráficos y dominiales del correspondiente Predio Productivo, así como el cumplimiento de las condiciones pactadas en el boleto de reserva. El Asesor Legal se encargará asimismo de la preparación de la documentación de adquisición (boleto, promesa de compraventa, compraventa definitiva) e inscripción de la misma según corresponda, ante los registros pertinentes.

Cumplidas las condiciones legales y convencionales de adquisición previstas anteriormente, el Fiduciario, en forma coordinada con el Agente, suscribirá un compromiso de compraventa del inmueble al amparo de la Ley N° 8.733 del 17 de junio de 1931, el cual se inscribirá en el Registro de la Propiedad Inmueble del registro correspondiente, abonando hasta el 100% del precio contra la entrega de la posesión del inmueble. La celebración de la escritura de compraventa definitiva estará sujeta a la autorización del Fiduciario para ser titular de derecho de propiedad del correspondiente Predio Productivo conforme a la Ley de Tierras.

En lo sucesivo, en caso que el Fiduciario obtenga autorización para ser titular del derecho de propiedad de inmuebles rurales, conforme la Ley de Tierras, el procedimiento de adquisición será el siguiente: (i) se suscribirá un boleto de reserva sujeto a las condiciones mencionadas precedentemente, así como a la obtención de la autorización para ser titular de inmuebles rurales al amparo del régimen de autorización ficta prevista en el artículo 3º del Decreto N° 201/008 de fecha 1º de abril de 2008; (ii) cumplidas las condiciones establecidas en el numeral (i) de este párrafo se suscribirá la compraventa definitiva del Predio Productivo.

El Fiduciario con la colaboración del Agente realizará sus mejores esfuerzos para la obtención de las autorizaciones por cada Predio Productivo. En ese marco, el Agente y el Fiduciario únicamente estarán obligados a la presentación de toda la información y documentación que sea requerida en virtud de la Ley de Tierras o que sea solicitada por las autoridades competentes en el marco del trámite, así como la realización de todos los actos necesarios para el mantenimiento de dichas autorizaciones en caso que las mismas sean otorgadas. El Agente y el Fiduciario no otorgan ninguna garantía en relación a la obtención de tales autorizaciones.

El día en que el Fiduciario tome posesión de los Predios Productivos el Agente conjuntamente con la persona que el Comité de Vigilancia designe a tales efectos, realizarán un inventario del estado del Predio Productivo, que será entregado al Fiduciario al momento de la suscripción de cada Contrato de Aparcería; excepto cuando en dicho contrato se establezca algo diferente.

7. CELEBRACION DE LOS CONTRATOS DE APARCERIA.

Simultáneamente con la adquisición de los Predios Productivos, se otorgará la explotación de los mismos bajo la modalidad de aparcería al Aparcero, a cuyos efectos se suscribirán Contratos de Aparcería conforme al modelo que se adjunta al Contrato de Fideicomiso y serán registrados por el Aparcero dentro del plazo de diez Días Hábiles desde su suscripción en el Registro de la Propiedad Inmueble del Departamento dónde se encuentre ubicado el correspondiente Predio

Productivo. Los Contratos de Aparcería una vez suscriptos se encontrarán a disposición del público en la sede de la Entidad Representante, ubicada en la calle Misiones 1399 de la ciudad de Montevideo, Uruguay.

El destino que el Aparcero dará al Predio Productivo tomado en aparcería será principalmente agrícola. En ese marco, el Aparcero cultivará en los Predios Productivos, a su exclusivo costo y responsabilidad, maíz, soja, trigo, sorgo, entre otros granos, con el apoyo de Sistemas de Riego cuya instalación será supervisada por el Aparcero, y que se realizará con cargo a los fondos integrantes del Patrimonio Fiduciario, de conformidad con lo previsto en la cláusula 8.9 del Contrato de Fideicomiso. Asimismo, el Aparcero se encuentra facultado a desarrollar en los Predios Productivos actividad ganadera -en el área no agrícola de los Predios Productivos conforme a la determinación que al respecto haga el Agente-, así como aquellas actividades accesorias que permitan generar ingresos en el marco de la explotación de los Predios Productivos y sus mejoras, como ser, la celebración de subcontratos de riego. Se deja expresa constancia que la actividad ganadera así como aquellas actividades accesorias podrán ser desarrolladas a través de terceros, ya sea mediante la suscripción de contratos de pastoreo u otras figuras similares, no así la actividad agrícola. La realización de actividad ganadera así como aquellas actividades accesorias a través de terceros, deberá ser aprobada previamente por el Comité de Vigilancia.

El Aparcero deberá comenzar a cultivar y explotar los Predios Productivos conforme a su destino contractual, dentro de un plazo máximo de nueve meses contados desde la suscripción del Contrato de Aparcería respectivo, debiendo cultivar y explotar razonablemente, la mayor cantidad de áreas en condiciones de explotación agrícola, aspecto que será corroborado por el Comité de Vigilancia. Sin perjuicio de lo anterior, se deja expresa constancia que en forma previa a la suscripción del respectivo Contrato de Aparcería, el Aparcero podrá requerir al Comité de Vigilancia en tanto idóneo, sin responsabilidad para el Fiduciario, la extensión del plazo referido, para comenzar a realizar la explotación y/o para cumplir la obligación de explotar la mayor cantidad de áreas en condiciones de explotación agrícola por razones fundadas, en caso que existan circunstancias que justifiquen tales modificaciones, a los efectos de encontrarse en óptimas condiciones para el desarrollo de la actividad productiva y la implementación y funcionamiento de los Sistemas de Riego y que retrasaren el comienzo de la explotación conforme a las metas establecidas en el presente, como ser, la época en que se entregue la posesión del predio o la necesidad de realizar mejoras y/o reparaciones en el inmueble rural. El Comité de Vigilancia deberá expedirse en forma expresa y fundada dentro del plazo de quince días de recibida la solicitud. La aprobación o rechazo de la extensión de los plazos referidos por razones fundadas deberá ser acreditado al Fiduciario en forma previa a la suscripción del Contrato de Aparcería, para su incorporación.

En carácter de precio de los Contratos de Aparcería, corresponderá al Fideicomiso el 23% de la Producción Bruta que en ningún caso podrá ser con relación a la producción agrícola y pecuaria, inferior al Pago Mínimo correspondiente, calculado en la forma prevista en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso. En caso que la Retribución de los Contratos de Aparcería no alcance el equivalente en dinero al Pago Mínimo con relación a la producción agrícola y pecuaria, el Aparcero deberá abonar en dinero al Fideicomiso la diferencia que resulte de dicha relación, a cuyos efectos se procederá con las retenciones en la forma que se establece en la cláusula 8.4 del presente Contrato.

El Pago Mínimo bajo los Contratos de Aparcería será igual en el caso de la producción agrícola, al equivalente en dinero al precio de 600 kg de soja por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola y a 1.200kg de maíz por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola. A los efectos de calcular el Pago Mínimo por producción agrícola, se considerará para el caso de la soja y maíz, el Precio Promedio Ponderado de las ventas de tales granos realizadas hasta cada Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola, conforme se establece en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso. Las hectáreas efectivamente explotadas serán las áreas agrícolas por cada cultivo definidas en la medición satelital efectuada por el Aparcero de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.1 del Contrato de Fideicomiso. En el caso que la explotación agrícola se inicie en el transcurso de un Año Agrícola, la cantidad de kilogramos mínimos por hectárea será prorrateada por la cantidad de días restantes correspondiente a ese Año Agrícola. Para el supuesto excepcional que el Aparcero no efectuara ningún cultivo de soja o maíz o que no existan operaciones precedentes suficientes que permitan calcular el Precio Promedio Ponderado, se tomará como referencia el promedio del precio de los últimos 6 meses de la Cámara Mercantil de Productos del País (referencia Nueva Palmira).

Por tanto, el Pago Mínimo por producción agrícola se calcula de la siguiente forma:

(Nro de Hectáreas efectivamente explotadas de Maíz por Año Agrícola x 1.200 kg x Precio Promedio Ponderado del maíz) + (Nro de Hectáreas efectivamente explotadas de soja por Año Agrícola x 600 kg x Precio Promedio Ponderado de soja); siendo, el Precio Promedio Ponderado equivalente a:

$$\frac{(P1 \times Q1 + P2 \times Q2 + \dots + Pn \times Qn)}{(Q1+Q2+ \dots + Qn)}$$

siendo P1 el Precio Neto de Venta de Grano correspondiente a la venta número 1 y Q1 la cantidad en kilogramos de grano de la venta número 1; P2 el Precio Neto de Venta de Grano correspondiente a la venta número 2 y Q2 la cantidad en kilogramos de grano de la venta número 2, y así respectivamente por la cantidad de ventas según corresponda.

En el caso de la producción pecuaria, el Pago Mínimo será en cualquier caso igual al equivalente en dinero a 46kg de carne por hectárea ganadera efectivamente explotada por Año Agrícola, el cual se calculará de acuerdo al promedio del precio del kilo de carne de novillo tipo publicado por el Instituto Nacional de Carnes en el período abril, mayo y junio del Año Agrícola respectivo. En el caso que la explotación ganadera se inicie en el transcurso de un Año Agrícola, la cantidad de kilogramos mínimos por hectárea será prorrateada por la cantidad de días restantes correspondiente a ese Año Agrícola. La hectárea ganadera efectivamente explotada por año surgirá de la correspondiente documentación que se suscriba al momento de comenzarse con la actividad pecuaria.

El análisis de si la Retribución de los Contratos de Aparcería con relación a la producción agrícola es superior o inferior al Pago Mínimo por producción agrícola será efectuado en la Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola, de conformidad con el procedimiento indicado en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso. Para el caso de la producción pecuaria, la forma de realizar este análisis será oportunamente acordada entre el Aparcero y Fiduciario, previa opinión del Comité de Vigilancia.

i) Obligaciones tendientes a asegurar el correcto uso y conservación de los Predios Productivos, de manera de proteger los activos del Fideicomiso.

En tal sentido, entre otras obligaciones, el Aparcero deberá dar a los Predios Productivos el uso convenido, utilizando los mismos con diligencia, preservándolos de los daños que están a su alcance evitar, como ser la invasión de malezas y la producción de zanjas y erosiones o cualquier otro elemento de degradación por uso inadecuado de la tierra. En el marco de lo anterior, será obligación del Aparcero cumplir con las normas aplicables para el manejo y cuidado de recursos naturales renovables; respetando los métodos de siembra idóneos para la utilización de la tierra y la utilización de productos habilitados por los organismos correspondientes para la siembra, fertilización, cosecha, laboreo, etc.

Deberá realizar una rotación de cultivos para asegurar la conservación del suelo y evitar la erosión del mismo; o cualquier otra medida que permita la normativa aplicable.

La verificación de las plantaciones y cosechas realizadas y el área productiva efectivamente afectada a cada cultivo in situ (esto es, en los Predios Productivos), o la actividad ganadera u otra, así como las condiciones y costos de la comercialización, son competencia del Comité de Vigilancia. Sin perjuicio de lo antedicho, el Comité de Vigilancia deberá reportar al Fiduciario las tareas de fiscalización llevadas a cabo a esos efectos, conforme a lo previsto en el Protocolo de Fiscalización.

Atendiendo a las características específicas de los Predios Productivos, el Comité de Vigilancia deberá asesorar al Fiduciario para que requiera la incorporación de obligaciones específicas en cuanto a métodos de siembra, los valores que deberán tener los componentes de los suelos en las evaluaciones periódicas que deberán realizarse, medidas correctivas razonables a adoptar en caso de déficit de nutrientes, entre otros.

ii) Obligaciones que posibiliten controlar el cumplimiento de las referidas en el punto anterior.

En oportunidad de la constitución del Comité de Vigilancia, así como en cada oportunidad de que se renueven sus miembros, o a instancia de sus miembros, Beneficiarios Mayoritarios o el Fiduciario, deberá aprobarse el presupuesto de ingresos y gastos del Comité de Vigilancia y un Protocolo de Fiscalización, que incluirá las auditorías técnicas a realizarse por el Comité de Vigilancia respecto de las obligaciones del Aparcero, para la determinación de la Producción Bruta, la verificación de la Inversión en Riego, entre otras.

El Aparcero se obliga a permitir la realización de las inspecciones que el Comité de Vigilancia y/o Fiduciario (a través de los técnicos que se designen a tales efectos) entienda pertinente ejecutar.

iii) Obligaciones al momento de la devolución de los Predios Productivos.

La posesión de los Predios Productivos se deberá entregar al Fiduciario a la terminación de los Contratos de Aparcería libre de ocupantes, herramientas y maquinarias de cualquier tipo.

iv) Obligaciones tributarias.

Serán de cargo del Aparcero el pago de los tributos que se deriven del uso de los Predios Productivos conforme con lo que dispongan las leyes, decretos, ordenanzas o resoluciones de las autoridades públicas. En ese marco, el Aparcero pagará los aportes relativos al Banco de Previsión Social correspondientes a los Predios Productivos y todas las demás contribuciones que la Ley pone a cargo de quién realiza la explotación agropecuaria.

8. GARANTÍA DEL PAGO DEL PRECIO DE LOS CONTRATOS DE APARCERÍA. COMERCIALIZACIÓN DE LA PRODUCCIÓN BRUTA.

En garantía del cumplimiento de las obligaciones que asume el Aparcero en virtud del Contrato de Fideicomiso y de los respectivos Contratos de Aparcería, el Aparcero gravará con prenda sin desplazamiento de primer grado a favor del Fiduciario el 23% de: (i) los cultivos de granos a desarrollarse en los respectivos Predios Productivos, (ii) las cosechas obtenidas en virtud de los cultivos referidos precedentemente y (iii) las indemnizaciones que correspondan en caso de siniestro que afecte los bienes objeto de la prenda en virtud de los seguros contratados por el Aparcero de acuerdo a lo establecido en la cláusula 8.6 del Contrato de Fideicomiso. El monto de granos afectados bajo la presente prenda será como mínimo equivalente a 600kg de soja por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola y a 1.200kg de maíz por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola.

A tales efectos, simultáneamente con la suscripción de cada uno de los Contratos de Aparcería se suscribirán Contratos de Prenda de Granos conforme al modelo de Contrato de Prenda de Granos que se incluye como Anexo III del Prospecto. El Aparcero deberá registrar cada Contrato de Prenda de Granos en el Registro de la Propiedad Mueble – Sección Prendas sin Desplazamiento del Departamento dónde se encuentre ubicado el correspondiente Predio Productivo, dentro del plazo de diez Días Hábiles desde su suscripción.

La prenda sin desplazamiento a constituirse pertenecerá a la modalidad llamada “flotante” de conformidad a lo establecido en el artículo 3 de la Ley Nº 17.228. En virtud de tal carácter, queda entendido que quedan comprendidos en la prenda todos los cultivos de cualquier especie que se incorporen a los Predios Productivos sustituyendo o complementando a los cultivos originalmente identificados.

Los Contratos de Prenda de Granos una vez suscritos se encontrarán a disposición del público en la sede de la Entidad Representante, ubicada en la calle Misiones 1399 de la ciudad de Montevideo, Uruguay.

El Aparcero levantará las cosechas (previa notificación al Fiduciario y al Comité de Vigilancia de las fechas en las cuales procederá a realizar tales tareas, con una antelación mínima de diez Días Hábiles) y las depositará en silos de empresas de primera línea, permaneciendo en los mismos hasta su comercialización, sin perjuicio de otros arreglos que pueda efectuar el Aparcero, de acuerdo a la forma de comercialización que se acuerde para la misma. En cualquier caso, de ser posible, el Aparcero procurará la emisión de un certificado de depósito o similar a favor del Fiduciario por el 23% de la Producción Bruta, que será entregado a éste en carácter de pago de la Retribución de los Contratos de Aparcería.

Simultáneamente a la comercialización o celebración de los contratos de los que derive la Producción Bruta, el Aparcero instruirá el depósito de la totalidad de las sumas a ser abonadas en virtud de la venta en la Cuenta Recaudadora. Se deja expresa constancia que las sumas correspondientes al 77% de la Producción Bruta a pesar de depositarse en una Cuenta Fiduciaria no integrarán el Patrimonio Fiduciario excepto hasta la suma concurrente con el Pago Mínimo, en caso de corresponder, disponiéndose su depósito en tal cuenta, a los solos efectos que el Fiduciario pueda: i) controlar que los importes percibidos que corresponden al 23% de la comercialización de la Producción Bruta conforme a lo previsto en la cláusula 8.10 del Contrato de Fideicomiso; ii) liquidar el Pago Mínimo por producción agrícola, conforme a lo previsto en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso.. El Aparcero se obliga a cumplir con todos los requerimientos que sean exigidos a efectos de hacer efectiva la transferencia.

El cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola deberá realizarse por el Aparcero en cada ocasión en que se comercialice soja y deberá ser aprobado por el Comité de Vigilancia..

El Fiduciario, dentro del plazo de tres Días Hábiles desde la recepción de cualquier pago por concepto de comercialización de la Producción Bruta por producción agrícola, deberá proceder conforme lo siguiente:

- i) respecto de los importes recibidos producto de la comercialización del trigo y maíz –o cualquier otro cultivo (excluido la soja)-, transferir al Aparcero, en la cuenta bancaria que éste indique, sin más, el 77% de cada pago recibido;
- ii) respecto de los importes recibidos producto de la comercialización de la soja, transferir al Aparcero, en la cuenta bancaria que éste indique, sin más, el 77% de cada pago recibido, en la medida que a la fecha en que deba procederse a la liberación de tales fondos (cada una, una “Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola”), se hayan depositado en la Cuenta Recaudadora por concepto de comercialización de Producción Bruta por producción agrícola, un importe equivalente al Pago Mínimo correspondiente a la última Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola.

A los efectos de que el Fiduciario pueda realizar este contralor, el Aparcero deberá presentar una liquidación del monto a que asciende el Pago Mínimo por producción agrícola en cada Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola, conforme la metodología indicada en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso; debiendo el Fiduciario compararlo con las sumas abonadas hasta cada Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola por concepto del 23% de la Producción Bruta agrícola -deducidos los gastos de comercialización y las Retenciones No Recuperables-.

Si el Pago Mínimo por producción agrícola fuera inferior a las sumas ya abonadas hasta la Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola, el Fiduciario liberará al Aparcero el 77% de los pagos por comercialización de soja. Si por el contrario, el Pago Mínimo por producción agrícola fuera superior a las sumas ya abonadas hasta la Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola, el Fiduciario retendrá las sumas concurrentes hasta el Pago Mínimo por producción agrícola, y hasta el momento en que exista un excedente. El Fiduciario liberará dicho excedente, una vez cubierto el Pago Mínimo por producción agrícola en cada momento dado, hasta recomponer la proporción 77% para el Aparcero y 23% para el

Fideicomiso. A partir de ese momento y con relación al resto de las comercializaciones e ingresos por concepto de Producción Bruta agrícola del Año Agrícola respectivo, se liberarán los fondos en la proporción antedicha. Este procedimiento se llevará a cabo hasta la comercialización y cobro de la totalidad de la Producción Bruta agrícola por Año Agrícola, y en todo caso, en cada ocasión en que se perciban cobros por concepto de comercialización de la soja.

La evaluación de si la Retribución de los Contratos de Aparcería es superior o inferior al Pago Mínimo conforme a lo antedicho no obsta a los Pagos Periódicos, para los cuales el Fiduciario únicamente deberá considerar los ingresos efectivamente depositados en la Cuenta Recaudadora como resultado de la comercialización de la Producción Bruta.

El Aparcero deberá notificar a la empresa aseguradora, al momento de contratarse la cobertura (lo cual acontecerá dentro de un plazo máximo de 60 días desde la implantación del cultivo), la prenda constituida en virtud del Contrato de Prenda de Granos, y en cuyo mérito, el 23% de los importes que eventualmente deban ser abonados bajo los seguros contratados deberán depositarse en la Cuenta Recaudadora. La prenda se extiende a todos los créditos derivados de los contratos y pólizas de seguros, así como cualquier modificación, novación y/o sustitución de las mismas. El Aparcero deberá entregar al Fiduciario evidencia de haber cumplido con esta obligación dentro de los diez Días Hábiles de su contratación.

9. LA INVERSIÓN EN RIEGO.

La Inversión en Riego será efectuada con cargo al Patrimonio Fiduciario, en base al Presupuesto de la Inversión en Riego realizados por el Agente y aprobado por el Comité de Vigilancia.

Una vez aprobado el Presupuesto de la Inversión en Riego el Agente (o el Agente Sustituto) coordinará con el Fiduciario la contratación de la empresa seleccionada por el Agente a los efectos de la instalación de los Sistemas de Riego en los Predios Productivos y cualquier otra obra necesaria, y coordinará y supervisará bajo su responsabilidad la ejecución de tales trabajos en los términos convenidos entre la empresa contratada y el Fiduciario, debiendo reportar al Comité de Vigilancia y Fiduciario las tareas llevadas a cabo a ese respecto así como en caso de incumplimiento.

En relación a la Inversión en Riego, el Aparcero estará obligado a:

- (i) tramitar y mantener vigentes las autorizaciones, permisos o habilitaciones nacionales o municipales que sean necesarias para el uso de los recursos hídricos y el funcionamiento de los Sistemas de Riego;
- (ii) mantener los Sistemas de Riego en buen estado de conservación.

10. CONTRALOR DEL AGENTE Y DEL APARCERO. EL COMITÉ DE VIGILANCIA.

El Fideicomiso contempla en su estructura la existencia de un Comité de Vigilancia que contralará la implementación y desarrollo del Plan de Negocios y de las obligaciones asumidas tanto por el Agente como por el Aparcero, que suponen un conocimiento y *expertise* técnico de proyectos agropecuarios.

El Comité de Vigilancia estará compuesto por hasta 3 miembros representantes de los Titulares, cuyos miembros iniciales deberán ser designados por la Asamblea de Titulares por Mayoría Absoluta dentro de un plazo de cuarenta y cinco días corridos de la emisión de los Certificados de Participación. Al menos uno de los miembros del Comité de Vigilancia deberá tener aptitud técnica y experiencia para el cumplimiento de las tareas encomendadas.

No podrán integrar el Comité de Vigilancia Personas Vinculadas al Fiduciario, al Agente, al Aparcero (ni personas sobre quienes se acredite la existencia de un conflicto de interés respecto a los mismos).

Son atribuciones del Comité de Vigilancia:

- i) Verificar el cumplimiento razonable del proceso de selección de los Predios Productivos.
- ii) Emitir una opinión expresa y por escrito respecto a la conveniencia de modificar las metas en cuanto al plazo para la adquisición de los Predios Productivos establecidas en la cláusula 7.2. del Contrato de Fideicomiso.
- iii) Verificar la planificación agronómica incluyendo el análisis de la planificación y el paquete tecnológico a aplicar (labores, agroquímicos, semillas, fertilizantes, etc.) propuestos por el Aparcero. Dicha verificación se realizará en el momento de la constitución del Fideicomiso y el resultado de la misma será plasmado en un informe técnico que será entregado por el Comité de Vigilancia al Fiduciario dentro de los diez Días Hábiles de concluida la verificación. Asimismo, deberá aprobar los planes de uso de suelos formulados por el Aparcero, previa presentación ante las autoridades competentes.
- iv) Controlar el cumplimiento razonable de las obligaciones del Aparcero establecidas en la cláusula 8.1 del Contrato de Fideicomiso y el Contrato de Aparcería.
- v) Presentar al Fiduciario y a los Titulares, dentro del plazo de treinta días corridos desde la finalización del trimestre, un informe trimestral detallando las tareas de fiscalización realizadas durante el trimestre anterior.
- vi) Validar los rindes obtenidos informados por el Aparcero en cumplimiento del Plan de Negocios, lo cual deberá realizar trimestralmente.
- vii) Verificar que el Aparcero cumpla en forma razonable con las normas aplicables para el manejo y cuidado de recursos naturales renovables y con las obligaciones específicas establecidas en los Contratos de Aparcería en cuanto al uso de suelos.
- viii) Verificar que el Aparcero cumpla en forma razonable con mantener los Sistemas de Riego.
- ix) Evaluar la razonabilidad de los seguros contratados por el Aparcero.
- x) Emitir el pronunciamiento requerido en la cláusula 20.1 del Contrato de Fideicomiso en ocasión de la enajenación de los Predios Productivos.
- xi) Evaluar todos los informes que en virtud del presente contrato le sean remitidos.
- xii) Solicitar la información que estime conveniente al Fiduciario, al Agente, al Aparcero, y a(l) (los) Tasador(es) en el marco de sus obligaciones.
- xiii) Aprobar los Presupuestos de Gastos presentados por el Fiduciario y/o el Agente según corresponda.

En oportunidad de su constitución y en cada oportunidad de que se renueven sus miembros, deberá aprobarse el presupuesto de ingresos y gastos del Comité de Vigilancia y un Protocolo

de Fiscalización, que incluirá las auditorías técnicas a realizarse por el Comité de Vigilancia a los efectos de la verificación de las plantaciones y cosechas realizadas y el área productiva efectivamente afectada a cada cultivo in situ (esto es, en los Predios Productivos), o la actividad ganadera u otra, para la determinación de la Producción Bruta, la verificación de la Inversión en Riego, entre otras.

Para el cumplimiento de sus funciones, los miembros del Comité de Vigilancia tendrán las más amplias facultades de inspección, de revisión, consulta, solicitudes de aclaración o ampliación respecto de la información presentada, relacionadas con las actividades desarrolladas por el Agente y/o el Fiduciario.

11. DERECHOS QUE CONFIEREN LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN.

Los beneficios que otorgan los Certificados de Participación están asociados a la renta que eventualmente generen los Predios Productivos dados en aparcería al Aparcero, y a la enajenación de los mismos, como consecuencia de la Liquidación Total o Parcial del Fideicomiso.

En ese marco, los Certificados de Participación confieren a sus titulares:

- i) el derecho a percibir los Pagos Periódicos, es decir, el derecho a percibir en las Fechas de Pago previstas en la cláusula 9.2 del Contrato de Fideicomiso, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos, el remanente de los ingresos derivados de la comercialización del 23% de la Producción Bruta, una vez deducidos los conceptos que se indican a continuación y siempre de acuerdo al siguiente orden de prelación: a) la totalidad de los Gastos del Fideicomiso devengados hasta la fecha de pago que estuvieran pendientes de pago; b) recomponer la Cuenta de Gastos de acuerdo a la previsión de Gastos vigente para el año en curso; c) la constitución o recomposición de la Reserva Contingente, en caso de corresponder.

El monto a distribuir nunca podrá exceder: a) el monto que resulte de la sumatoria de los rubros patrimoniales “Resultados del Ejercicio” y “Resultados acumulados” que surjan de los estados contables anuales auditados al 31 de diciembre inmediato anterior (cláusula 12.1.iii del Contrato de Fideicomiso) con relación a los pagos de fecha 15 de abril, o de los estados contables semestrales con revisión limitada (12.1.ii del Contrato de Fideicomiso) al 30 de junio inmediato anterior (con las correspondientes amortizaciones y provisiones necesarias, incluso la deducción por pérdidas anteriores) con relación a los pagos de fecha 15 de setiembre; b) y los fondos disponibles en la Cuenta Recaudadora a la Fecha de Pago;

- ii) en los supuestos de Liquidación Parcial, el derecho a percibir los Pagos por Liquidación Parcial, es decir, el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos, una vez deducidos los importes necesarios para cubrir lo siguiente de acuerdo al orden de prelación que se indica: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso devengados pendientes de pago que no pudieran ser atendidos con los fondos existentes en la Cuenta de Gastos; b) recomponer la Cuenta de Gastos, si los fondos existentes en la Cuenta de Gastos no fueran suficientes de acuerdo a la previsión de

gastos realizada para el año en curso; c) la constitución o recomposición de la Reserva Contingente, en caso de corresponder.

- iii) en los supuestos de Liquidación Total, el derecho a percibir los Pagos por Liquidación Total, esto es la totalidad de los fondos líquidos que existan en el Patrimonio Fiduciario (incluyendo el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos) que resulten de los estados contables a la fecha de liquidación del Fideicomiso, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación; una vez deducidos de acuerdo al siguiente orden de prelación, los importes necesarios para: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso; b) constituir la Reserva Fija conforme a lo previsto en la cláusula 19.2 del Contrato de Fideicomiso.

Se debe tener presente que los pagos que por cualquier concepto pudieran corresponder a los titulares de los Certificados de Participación, se encuentran todos totalmente subordinados a la cancelación previa de la totalidad de los Gastos del Fideicomiso, a la recomposición de la Cuenta de Gastos y/o a la constitución previa o recomposición de la Reserva Contingente o la Reserva Fija, según lo indicado precedentemente.

Asimismo, se debe considerar que los Pagos Periódicos se encuentran todos totalmente subordinados al pago de los importes derivados de la comercialización de la Producción Bruta por parte de los respectivos compradores al Fiduciario, la disponibilidad de los fondos en la Cuenta Recaudadora a la Fecha de Pago, y a la existencia de resultados acumulados y resultados del ejercicio que arrojen los estados contables aplicables en cada caso por al menos el equivalente al importe a distribuir; no asumiendo el Fiduciario responsabilidad alguna al respecto. Por tanto, en ningún caso se le exigirá al Fiduciario realizar los pagos previstos en el presente con fondos de su patrimonio personal o con fondos disponibles en el Patrimonio Fiduciario depositados en la Cuenta de Gastos o en la Cuenta Reserva y/o que no resulten de la comercialización de la Producción Bruta.

Los Pagos por Liquidación Parcial, se encuentran todos totalmente subordinados al pago de los importes derivados de la enajenación de los Predios Productivos, no asumiendo el Fiduciario responsabilidad alguna al respecto, por lo que en ningún caso se le exigirá al Fiduciario realizar los pagos previstos en el presente con fondos de su patrimonio personal o con fondos disponibles en el Patrimonio Fiduciario depositados en la Cuenta de Gastos o en la Cuenta Reserva, y/o que no resulten de la enajenación de los Predios Productivos.

Finalmente, debe tenerse presente que conforme a lo previsto en la cláusula 12.2 del Contrato de Fideicomiso, si se hubiere recibido alguna observación con relación a los estados contables referidos en dicha cláusula, a los montos a los que ascienden los Pagos Periódicos o los Pagos por Liquidación Parcial o Total, los pagos mencionados precedentemente no serán abonados hasta tanto se resolvieren dichas observaciones en forma tácita o expresa, o en caso contrario, se reciba una instrucción expresa de la Mayoría Absoluta de los Titulares respecto de los pagos a realizar, en cuyo caso el Fiduciario quedará exento de responsabilidad.

Los Pagos Periódicos serán abonados a los Titulares de los Certificados de Participación, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos a la fecha respectiva, los 15 de abril y 15 de septiembre de cada año conforme a lo previsto en la cláusula 9.1 (i) del Contrato de Fideicomiso.

Los Pagos por Liquidación Parcial que correspondan como consecuencia de la Liquidación Parcial del Fideicomiso serán abonados a los Titulares dentro del plazo de treinta Días Hábiles desde la recepción del precio de enajenación de los Predios Productivos conforme a lo previsto en la cláusula 9.1 (ii) del Contrato de Fideicomiso.

Los pagos por Liquidación Total que correspondan como consecuencia de la Liquidación Total del Fideicomiso serán abonados a los Titulares dentro del plazo de ciento veinte Días Hábiles desde la culminación del proceso de liquidación conforme a lo previsto en la cláusula 9.1 (iii) y 19.3. del Contrato de Fideicomiso.

12. PAGOS BAJO LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN. EL AGENTE DE PAGO.

Los pagos que correspondan bajo los Certificados de Participación serán realizados por Scotiabank Uruguay S.A. en su calidad de agente de pago de la emisión, previa provisión de fondos.

Los pagos se realizarán por el Agente de Pago a través de transferencia electrónica a la cuenta indicada por el Titular a tales efectos al momento de anotarse en el Registro, o cualquier otra que informe el Agente de Pago con al menos cinco Días Hábiles de anticipación al pago respectivo. En caso que el Titular cierre la cuenta indicada, los pagos serán retenidos hasta tanto el Titular informe al Fiduciario una nueva cuenta. Llegada las fechas de pago bajo los Certificados de Participación sin que el Titular hubiese informado una nueva cuenta, el Fiduciario podrá consignar los importes acumulados judicialmente.

El Agente de Pago no asume responsabilidad alguna ante el Titular en caso de que dicha transferencia no fuera posible, o si se produjeran demoras o inconvenientes de cualquier naturaleza durante la transferencia, salvo casos de dolo o culpa grave de los mismos.

El Agente de Pago cumplirá con ordenar la transferencia a la cuenta indicada por el Titular, siendo todos los riesgos y costos asociados a la misma de cuenta de dicho Titular.

Los pagos bajo los Certificados de Participación serán únicamente satisfechos con los activos que forman parte del Patrimonio Fiduciario del Fideicomiso de acuerdo con el artículo 8 de la Ley de Fideicomisos.

El Fiduciario no asume responsabilidad patrimonial alguna frente a los Titulares, por el incumplimiento en los pagos bajo los Certificados de Participación. Los bienes del Fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del Fideicomiso y por la emisión de los Certificados de Participación.

El Contrato de Agente de Pago debidamente suscripto se encuentra a disposición del público en la sede de la Entidad Representante, ubicada en la calle Misiones 1399 de la ciudad de Montevideo, Uruguay.

13. LA ENTIDAD REPRESENTANTE.

Bolsa de Valores de Montevideo fue designada como entidad representante, para asumir la representación de los Titulares de los Certificados de Participación.

El Contrato de Entidad Representante debidamente suscrito se encuentra a disposición del público en su sede ubicada en la calle Misiones 1400 de la ciudad de Montevideo, Uruguay.

14. LA ENTIDAD REGISTRANTE.

Bolsa de Valores de Montevideo también fue designada como Entidad Registrante de los Certificados de Participación, en cuyo mérito llevará el Registro de los Certificados de Participación.

El Contrato de Entidad Registrante debidamente suscrito se encuentra a disposición del público en la sede de la Entidad Representante, ubicada en la calle Misiones 1400 de la ciudad de Montevideo, Uruguay.

15. TASACIONES.

Todas las tasaciones que correspondan en virtud del Contrato de Fideicomiso deberán ser realizadas por tasadores que serán propuestos por el Agente o los Titulares y aprobados por el Comité de Vigilancia dentro del plazo de cuarenta y cinco días corridos desde la emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración. Los Tasadores deberán tener aptitud técnica y experiencia en la valuación de inversiones rurales y de riego.

No podrá actuar como Tasadores Personas Vinculadas al Fiduciario, al Agente (o al Agente Sustituto) o al Aparcero (o Aparcero Sustituto) ni personas con quienes se acredite la existencia de un conflicto de interés respecto a los mismos.

16. LAS ASAMBLEAS DE TITULARES.

Cualquier solicitud, requerimiento, autorización, instrucción, noticia, consentimiento, decisión y otra acción establecida en este Contrato de Fideicomiso, en el Contrato de Entidad Representante y/o en los Documentos de Emisión de los Certificados de Participación o en cualquier otro contrato relacionado con la emisión como correspondiendo a los Titulares será adoptada en Asamblea de Titulares.

Las Asambleas de Titulares podrán ser convocadas por el Fiduciario, la Entidad Representante o por Titulares que representen al menos el 10% del valor nominal de los Certificados de Participación emitidos y en circulación, quienes realizarán la convocatoria a través de la Entidad Representante, en cuyo caso, la Entidad Representante la convocará dentro del plazo máximo de sesenta días corridos de recibida la solicitud.

En cuanto a su constitución y funcionamiento para adoptar resoluciones, se aplicarán las disposiciones sobre asambleas de accionistas establecidas en la Ley 16.060 en lo pertinente, y en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso o en el Contrato de Entidad Representante.

Las resoluciones se adoptarán por el voto conforme de uno o más Titulares cuyos Certificados

de Participación representen en su conjunto un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación, excepto que el Contrato de Fideicomiso, el Contrato de Entidad Representante o el Documento de Emisión requieran una mayoría mayor.

El quórum de asistencia requerido para que la asamblea sesione válidamente será de Titulares que representen un porcentaje del valor nominal de los Certificados de Participación emitidos y en circulación al día de la asamblea o al día de cierre de registro de la asamblea si fuera anterior, si lo hubiere, que sea igual o mayor al porcentaje del valor nominal que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen. A fin de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho de voto los Certificados de Participación propiedad del Agente/Aparcero (o sus sustitutos), o sus accionistas, empresas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 o cualquiera de las Personas Claves, en las Asambleas de Titulares que resuelvan: i) la remoción del Agente, la designación de los integrantes del Comité de Vigilancia y las cuestiones inherentes a su funcionamiento; ii) la remoción del Aparcero; iii) aprobar modificaciones al Plan de Negocios y/o a(l) (los) Contrato(s) de Aparcería para recomponer su ecuación económica-financiera, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso; y v) en general, cualquier otra que implique la consideración de la eventual responsabilidad del Agente/Aparcero.

La Entidad Representante podrá exigirle al Agente/Aparcero y a las Personas Claves que declaren por escrito y bajo su responsabilidad si han adquirido, directa o indirectamente, Certificados de Participación o si está en conocimiento de que lo hayan hecho sus accionistas, vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 y que indique su monto. También podrá exigirles a los Titulares que declaren bajo su responsabilidad si están incluidos en la situación prevista en las normas referidas precedentemente.

Toda decisión adoptada en una Asamblea de Titulares regularmente celebrada por el voto de Titulares que representen el capital requerido para dicha decisión, será obligatoria para todos los Titulares, aún para los ausentes o disidentes.

La Asamblea de Titulares, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Certificados de Participación representen en su conjunto un valor nominal superior al 75% del total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha de la asamblea respectiva o al día de cierre de registro de dicha asamblea si fuera anterior, podrá resolver:

- (i) resolver modificaciones en las Fechas de Integración para la Integración Diferida, de conformidad con lo establecido en la cláusula 5.2 del Contrato de Fideicomiso;
- (ii) consagrar la forma de enajenación de los bienes del Patrimonio Fiduciario mediante la aprobación de los planes de liquidación preparados por el Agente;
- (iii) aprobar la extinción anticipada y la prórroga del plazo del Fideicomiso;
- (iv) resolver Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario en caso de resolverse la prórroga del Fideicomiso;

- (v) disponer la remoción del Agente y la designación del Agente Sustituto conforme a lo establecido en la cláusula 6.5 y 6.7 del Contrato de Fideicomiso;
- (vi) disponer la rescisión de los Contratos de Aparcería en los supuestos establecidos en la cláusula 8.11 del Contrato de Fideicomiso y la designación del (los) Aparcero(s) Sustituto(s) conforme a lo previsto en la cláusula 8.12 del Contrato de Fideicomiso;
- (vii) resolver la sustitución de la Entidad Representante;
- (viii) disponer la remoción del Fiduciario en las condiciones previstas en la cláusula 16.1 del Contrato de Fideicomiso y la designación del fiduciario sustituto;
- (ix) decidir respecto del veto a la modificación de las metas previstas en la cláusula 7.2 del Contrato de Fideicomiso;
- (x) resolver la forma de administración y liquidación del patrimonio o la extinción del Fideicomiso, en el supuesto de insuficiencia patrimonial, conforme a lo previsto en los artículos 31 y 32 literal g) de la Ley de Fideicomisos.
- (xi) aprobar modificaciones al Plan de Negocios y/o al (los) Contratos de Aparcería para recomponer su ecuación económica financiera, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso;
- (xii) modificar las condiciones de emisión de los Certificados de Participación en cuanto a la reducción de cualquier pago que deba efectuarse bajo los Certificados de Participación.

Adicionalmente requerirán el consentimiento del Aparcero, las resoluciones de la Asamblea de Titulares que dispongan o afecten según el caso:

- (i) la extinción anticipada o prórroga del Contrato de Fideicomiso por circunstancias no previstas en la cláusula 4.2 y 4.3 del Contrato de Fideicomiso;
- (ii) las Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario fuera de las hipótesis de prórroga del Fideicomiso según lo establecido en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso;
- (iii) las resoluciones de la Asamblea de Titulares que afecten el derecho del Aparcero de obtener la renovación de los Contratos de Aparcería en el marco de lo dispuesto en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso.

Las resoluciones de la Asamblea de Titulares en relación a estas cuestiones que no cuenten con el consentimiento del Aparcero serán inoponibles al mismo.

17. CUENTAS DEL FIDEICOMISO. INVERSIONES PERMITIDAS

El Fiduciario deberá proceder a la apertura de las siguientes cuentas bancarias a nombre del Fideicomiso, en una institución de intermediación financiera de plaza:

- Cuenta Recaudadora: son las cuentas en dólares estadounidenses y eventualmente pesos uruguayos en la que se depositarán los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación, así como todos los ingresos del Fideicomiso, incluyendo entre otros, los importes derivados de la comercialización de la Producción Bruta propiedad del Fideicomiso, los ingresos derivados de la enajenación de los Predios Productivos; y con cuyos fondos se soportarán los Gastos del Fideicomiso.
- Cuenta de Gastos: es la cuenta en dólares estadounidenses y eventualmente pesos uruguayos en la que se depositarán todos los montos que sean necesarios para cubrir los Gastos del Fideicomiso. A tales efectos, se transferirán de la Cuenta Recaudadora, anualmente, los montos incluidos en el Presupuesto Inicial y en el Presupuesto Anual, así como todas las sumas que sean necesarias a los efectos de cubrir la totalidad los gastos que se hubieran efectivamente devengado por el Fideicomiso anualmente, sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula 13.3 del Contrato de Fideicomiso en relación al Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras y en relación al Presupuesto de la Inversión en Riego.
- Cuenta Reserva: es la cuenta en que deberá mantenerse depositada la Reserva Contingente o la Reserva Fija, a fin de atender eventuales contingencias fiscales o de cualquier otra naturaleza, que correspondan ser afrontadas por el Patrimonio Fiduciario incluyendo eventuales indemnizaciones que deban abonarse al Fiduciario o al Agente o Aparcero -o en su caso, al Agente/Aparcero Sustituto(s)-, y/o a cualquier Persona Indemnizable conforme a lo previsto en la cláusula 15.4 del Contrato de Fideicomiso;

El Fiduciario deberá fondear la Cuenta Reserva en base al asesoramiento de los Asesores del Fideicomiso.

La Cuenta Recaudadora y la Cuenta de Gastos deberán encontrarse operativas en la Fecha de Emisión. La Cuenta Reserva deberá abrirse en caso de que deban constituirse reservas en las mismas.

Sujeto a las necesidades de liquidez pertinentes - a los efectos de cumplir con la finalidad del Fideicomiso, en atención a las inversiones en Predios Productivos, los Gastos del Fideicomiso que sean estimados por el Fiduciario y las contingencias respecto de las cuales se deba constituir o recomponer la Reserva Contingente o la Reserva Fija, el Fiduciario podrá invertir, total o parcialmente las sumas existentes en las Cuentas Fiduciarias en las siguientes colocaciones financieras, las que en todo caso deberán ser inversiones en instrumentos permitidos a los Fondos de Ahorro Provisional al momento de efectuarse la inversión:

- i. Valores emitidos por el Estado Uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay.
- ii. Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia.
- iii. Depósitos a plazo en moneda nacional o extranjera en entidades de intermediación financiera locales o certificados de depósito emitidos por tales instituciones, con categoría 1 del Banco Central del Uruguay.
- iv. Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros del Fondo de Ahorro Previsional.

Las Inversiones Permitidas deberán realizarse conforme a los siguientes lineamientos: a) que sean coherentes con los desembolsos proyectados por el Agente, lo cual será coordinado con éste; b) que se realicen optimizando el impacto fiscal de las mismas conforme al asesoramiento del Asesor Fiscal en cuanto a la eficacia de las medidas adoptadas para optimizar el impacto fiscal de las inversiones.

El Fiduciario no será responsable frente a los Beneficiarios y/o los Fideicomitentes respecto al resultado, siempre que haya procedido conforme con lo establecido en el presente Contrato de Fideicomiso, salvo culpa grave o dolo.

18. CALIFICACION DE RIESGO

La inversión en los Certificados de Participación ha sido calificada por CARE Calificadora de Riesgo SRL en Categoría BBB (uy).

Una copia del informe de calificación de riesgo se adjunta como Anexo IX de este Prospecto.

V. INFORMACIÓN DEL FIDUCIARIO

TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. actúa como Fiduciario del Fideicomiso “Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas”.

1. INFORMACIÓN GENERAL

Desde el mes de mayo de 2007, TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay.

Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V.

Sus datos de contacto son los siguientes:

Domicilio: Andes 1365 Piso 14
Montevideo, Uruguay

Teléfono: 2908-9593

Fax: 2908-9593 int. 5901

E-mail: Sfs.urugay@tmf-group.com

Web: www.tmf-group.com

2. PERSONAL SUPERIOR

Directorio:

Presidente	Juan Pablo Fernández Ranvier
Vicepresidente	Florencia Regueiro

Administración:

Administrador	Martín Improta
Oficial de cumplimiento	Martín Improta

Sindicatura:

Síndico	Cr. Martín Olivera
---------	--------------------

A continuación se incluyen los antecedentes curriculares del personal superior:

Juan Pablo Fernández Ranvier. Presidente del Directorio. Es abogado egresado de la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires y posee un Master en Business Administration del IAE Business School de la Universidad Austral (EMBA). Actualmente es Presidente y Managing Director (Director Ejecutivo) de TFM Trust Company (Argentina) S.A. Se incorporó a ABN Amro Trust Argentina en mayo de 2003. Con anterioridad y desde 2002 trabajó en ABN AMRO Bank N.V. Sucursal Argentina, desempeñándose como Trust Officer (Oficial de Negocios Fiduciarios). Previamente se desempeñó como abogado del Estudio Jurídico Marval, O' Farrell & Mairal hasta junio de 2002. Ha participado como asistente y orador en cursos y seminarios relativos a temas financieros, legales y contables relacionados con la figura del fideicomiso.

Florencia N. Regueiro. Vicepresidente del Directorio. Es abogada egresada de la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires y posee un Master en Business Administration en la Universidad del CEMA. Actualmente es Directora y Head of Commercial (Gerente Comercial) en TFM Trust Company (Argentina) S.A. Se incorporó a ABN Amro Trust Argentina en el año 2003, desempeñándose como Trust Officer (Oficial de Negocios Fiduciarios). Previamente se desempeñó como abogada del Estudio Jurídico Bruchou, Fernández Madero & Lombardi hasta junio de 2003. Ha participado como asistente y orador en cursos y seminarios relativos a temas financieros, legales y contables relacionados con la figura del fideicomiso.

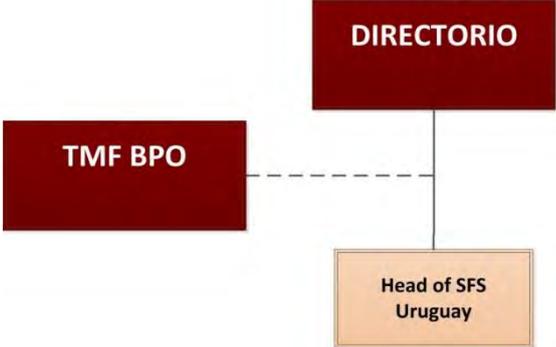
Martín Eduardo Olivera Pérez. Síndico. Es contador público egresado de la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la Universidad de la República (UDELAR). Ocupa el cargo de síndico desde el 27 de agosto del 2012. Asimismo, es profesional independiente, socio de EuraAudit Uruguay S.R.L. (Firma Registrada en el Registro de Auditores Externos del Banco Central del Uruguay y miembro independiente de la red EuraAudit International) y responsable del departamento de Auditoría de la misma y socio de Campione & Olivera Consultores S.C. (Firma de servicios profesionales). Con anterioridad y desde el 2001 hasta el 2007, se desempeñó como colaborador y profesional de PricewaterhouseCoopers Uruguay. Es miembro del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay. Ha participado como asistente en diversos cursos y seminarios de Normas Internacionales de Información Financiera, Normas Internacionales de Auditoría e Informes de Contadores Públicos.

Martín Improta Cerviño

Head of Structured Finance Services y Oficial de Cumplimiento. Es contador público, de la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la Universidad de la República (UDELAR). Posee un Master en Business Administration del IEEM Business School de la Universidad de Montevideo (EMBA). Trabajó en Lever S.A. (Unilever) desde el año 2002 al 2008. Posteriormente se desempeñó como Gerente de Negocios Fiduciarios en Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión S.A. desde 2008 y hasta Diciembre de 2013. Se incorporó al equipo de TFM Group en Diciembre de 2013. Ha ocupado también el cargo de Docente Grado 1 de la Cátedra de Introducción a las Organizaciones de la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la Universidad de la República (UDELAR) desde Marzo 2010 a Mayo 2013.

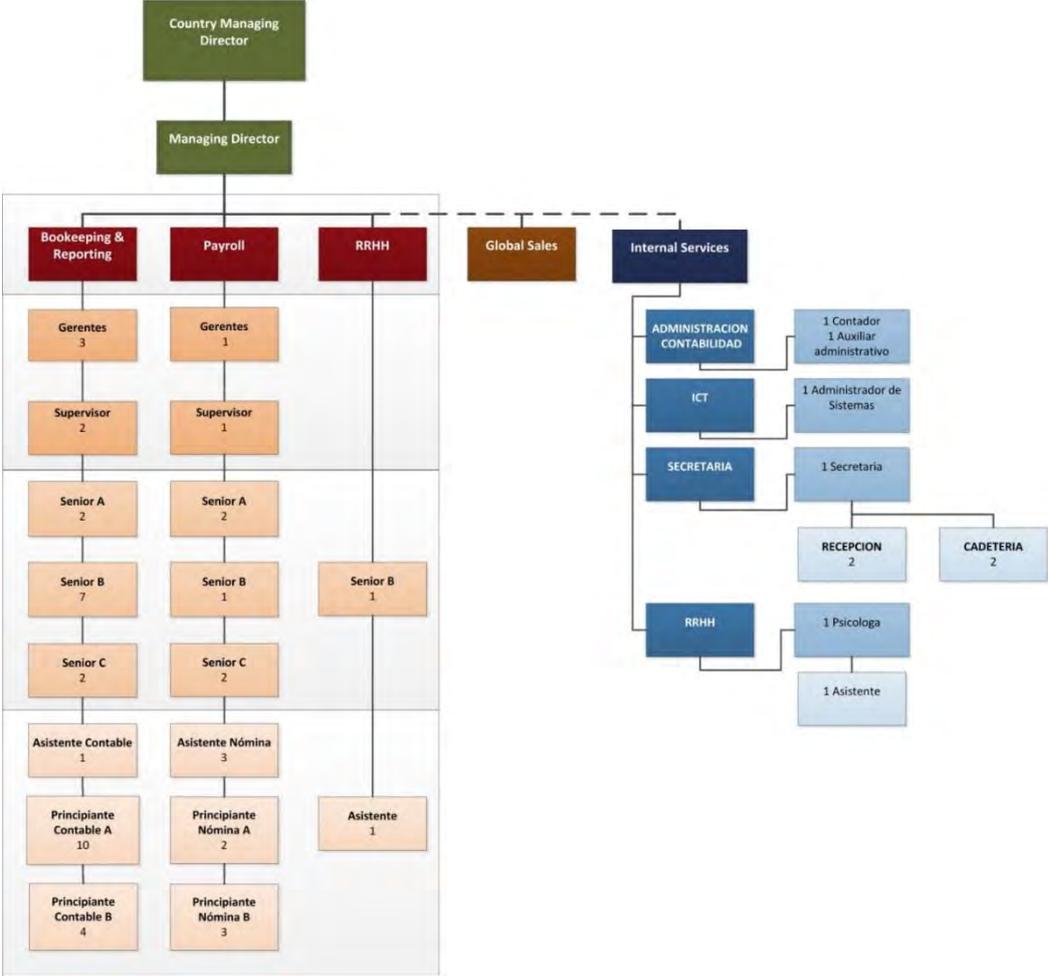
Organigrama de TMF Uruguay AFISA

Desde un punto de vista organizacional, la Sociedad actualmente presenta la siguiente estructura:



La tarea de manejo contable y financiero de la Sociedad y de los fideicomisos es llevada a cabo por TMF Uruguay SRL (TMF BPO), quien a su vez cuenta con una estructura de Country Managing Director, Managing Director, Gerentes y profesionales senior y junior.

El siguiente es el organigrama de TMF BPO:



Las tareas subcontratadas a TMF BPO (con la correspondiente autorización del BCU conforme a la normativa vigente), y documentadas en un contrato de servicios celebrado con TMF BPO son las siguientes:

- a) Llevar la contabilidad de la Sociedad.
- b) Conciliar de cuentas contables de la Sociedad y armado de la composición de los saldos de las mismas.
- c) Facturar y realizar la cobranza de las comisiones fiduciarias generadas por la Sociedad.
- d) Procesar pagos a proveedores de la Sociedad.
- e) Participar en la atención de los requerimientos de las Auditorías Externas y de Compliance.
- f) Emitir reportes para TMF Group, y de Informes contables y de gestión.
- g) Llevar y conservar los libros contables de la Sociedad.
- h) Liquidar y pagar de impuestos de la Sociedad.
- i) Presentar documentación a organismos reguladores.
- j) Organizar, conjuntamente con el Head of Structured Finance Services de Uruguay (“HSFSU”) los procesos operativos para cada nuevo negocio y coordinar sus aspectos operativos.
- k) Participar juntamente con el HSFSU en el análisis de los contratos de fideicomiso para planificar las tareas necesarias a efectos de dar cumplimiento a lo especificado en los mismos.
- l) Designar los TM responsables para cada nuevo deal y asignar responsabilidades específicas.
- m) Coordinar y supervisar las tareas y desempeño de sus subordinados.
- n) Llevar la contabilidad y liquidación de impuestos de los fideicomisos.
- o) Verificar la ejecución en tiempo y forma de las transacciones que se producen en los fideicomisos.
- p) Controlar las liquidaciones de pagos de servicios de los fideicomisos.
- q) Proponer al Managing Director (“MD”) modificaciones o mejoras a los procesos vigentes.
- r) Confeccionar reportes o responder requerimientos de Auditoría Externa, Compliance o de organismos reguladores externos tanto de la Sociedad como de cada uno de los fideicomisos administrados por la Sociedad.
- s) Organizar el proceso de archivo de documentación original de los fideicomisos.

3. AUDITORES EXTERNOS

Los auditores externos del Fiduciario son KPMG.

4. ESTADOS CONTABLES

Se incluyen como Anexo X del Prospecto los últimos estados contables auditados del Fiduciario, así como la correspondiente al cierre del último trimestre disponible.

5. NORMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

TMF Group tiene vigentes un conjunto de normas de aplicación para todas las oficinas y jurisdicciones. Estas normas, que son actualizadas periódicamente y comunicadas a través de la

intranet del grupo, son de aplicación en aquellas cuestiones o asuntos no regulados específicamente por TMF AFISA, a saber:

- Código de conducta de TMF (TMF Code of Conduct)
- Manual de Cumplimiento de TMF (TMF Compliance Manual)
- Políticas de Cumplimiento de TMF (TMF Compliance Policies)
- Políticas anti-corrupción y anti-soborno de TMF (TMF Anti-corruption and anti-bribery policy)
- Políticas de denuncia de ilícitos internos (TMF Whistleblower Policy)
- Políticas internas de aprobaciones (Group Governance: Approval Procedure)
- Políticas aplicables en caso de actuación como liquidador (Liquidation Policy / Acting as liquidator)

Además de las normas corporativas mencionadas anteriormente, TMF AFISA ha adoptado un manual de políticas de gobierno corporativo que institucionaliza los principios de buen gobierno corporativo que guían a la sociedad. Esta tiene incorporados sus políticas y procedimientos en los siguientes manuales:

- Manual de Gobierno Corporativo (“MGC”)
- Manual de Prevención del Lavado de Activos y de la Financiación del Terrorismo;
- Código de Conducta

A su vez, y tal y como surge de la cláusula 1.1.4 del MGC, las normas internas antes mencionadas se complementan, en todo lo pertinente, con las políticas y procedimientos que TMF Group emita para todas sus subsidiarias. Ello supone la aplicación directa de todas las políticas corporativas adoptadas por TMF Group, entre las cuales se destacan las mencionadas previamente.

La aplicación de los principios de buen gobierno corporativo es responsabilidad del Directorio quien debe tomar acciones para hacer sostenible el negocio de manera competitiva, en consonancia con su responsabilidad como fiduciaria y en el interés de la sociedad y de los accionistas. El Directorio velará para que en todo momento la sociedad, actuando como fiduciaria, lo haga con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él (art. 1.2.2. del MGC).

En el MGC se establece el esquema organizacional de la sociedad, el cual está integrado por el Directorio (compuesto de 2 miembros, Presidente y Vicepresidente respectivamente), el “Head of Structured Finance Services Uruguay” (HSFSU) y, en una línea paralela, bajo una relación contractual de contrato de servicios, TMF BPO (ver capítulo siguiente donde se describen las funciones de TMF BPO).

En el MGC se definen y establecen las funciones de la Presidencia, Vicepresidencia y HSFSU (cláusulas 2.3, 2.4 y 2.5 del MGC).

A su vez, se enumeran en el capítulo 2.6.1. las tareas que tienen que ver con el manejo contable y financiero de la sociedad y de los fideicomisos que es prestado por TMF BPO (ver detalle en capítulo siguiente).

El MGC contiene un capítulo de asuntos legales y de compliance en el cual se establece que todos los asuntos inherentes a la asistencia legal de la sociedad, patrocinio jurídico y seguimiento permanente de los juicios donde ésta sea actora, demandada o tercerista, asesoramiento a la sociedad en los procesos administrativos, etc son llevados a cabo por un estudio jurídico externo de primera línea del país.

Se incluye también un capítulo relativo al marketing y comunicaciones con medios de prensa (capítulo 3), información contable y reportes (capítulo 4), recursos humanos (capítulo 5) y manuales (capítulo 6).

Procedimiento de aprobaciones

Como parte de las políticas corporativas de gobierno corporativo de TMF Group, la Sociedad está sujeta a las políticas y procedimientos de aprobaciones corporativas para la toma de decisiones detallados en las Políticas Internas de Aprobaciones (Group Governance: Approval Procedure). En este sentido, las distintas acciones que pueden ser adoptadas por la sociedad están clasificadas por montos y tipo de decisión y en función de ello se establecen cuáles son las aprobaciones corporativas que se requieren para adoptar tales decisiones. A modo de ejemplo, las decisiones se clasifican según estén relacionadas con tecnología informática (IT), contratación y otros asuntos relativos al manejo de recursos humanos, contratación de consultores o asesores, asuntos financieros, asuntos relativos a acciones y capital (ejemplo, emisión de acciones, aumentos de capital, constitución de prendas o gravámenes sobre acciones, etc), fusiones y adquisiciones, litigios (ej. decisión de iniciar un juicio o arbitraje o transacción de un juicio o arbitraje), etc. En cada caso, además y sin perjuicio de la adopción de las decisiones por los órganos competentes de acuerdo a los estatutos sociales y MGC de la Sociedad, se requerirán también las autorizaciones corporativas que se indican en el referido manual. A modo de ejemplo, la decisión de promover un juicio o arbitraje en nombre de una sociedad del Grupo TMF requiere, además de la decisión del Directorio de la sociedad de que se trate, de la aprobación por parte del Gerente Regional (“Head of Region”) y del Comité Ejecutivo de casa matriz (“Executive Committee”).

6. CÓDIGO DE CONDUCTA.

A continuación se transcribe el Código de Conducta de TMF Uruguay Afisa:

1. CONSIDERACIONES GENERALES

El problema originado por la corrupción y por el blanqueo de capitales provenientes de actividades ilícitas como el narcotráfico, el terrorismo y el tráfico ilegal de armas ha crecido enormemente, generando consecuencias negativas importantes para la sociedad, los gobiernos, las instituciones de intermediación financiera y los mercados de valores.

Resulta imprescindible apoyar las diversas acciones postuladas en el ámbito nacional e internacional, así como las normas dispuestas por el Banco Central del Uruguay, destinadas a enfrentar estos problemas, y a posibilitar una correcta utilización del mercado de valores.

Con la premisa de asumir una conducta preventiva y eficaz que permita instrumentar una política de prevención del uso indebido del mercado de valores, TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. (en adelante “la Sociedad”) resuelve adoptar los principios institucionales y las normas de conducta que se incorporan a continuación.

2. PRINCIPIOS INSTITUCIONALES

La Sociedad entiende que es esencial aplicarlos principios de ética profesional para autorregular el comportamiento de la organización y garantizar una mayor transparencia y protección a nuestros clientes. En especial son principios de la Sociedad:

Respeto: nuestra organización opera sobre las bases de respeto y compromiso con toda la organización y sus integrantes, sus clientes, proveedores y la sociedad en su conjunto.

Integridad: nuestra organización exige que su personal desarrolle sus actividades con honestidad, sinceridad y credibilidad.

Profesionalismo: nuestra organización pretende de su personal una actuación profesional de acuerdo a su función, de manera tal de proporcionar a sus clientes un servicio eficiente y de calidad superior, alcanzando la excelencia.

Sustentabilidad: El directorio y el personal de nuestra organización pretenden generar un desarrollo sustentable de la organización y a través de la misma contribuir al desarrollo de la sociedad.

3. NORMAS DE CONDUCTA

3.1 Normas generales

Artículo 1º. La Sociedad y sus empleados deben familiarizarse con las normas y reglas establecidas en este Código de conducta y actuar en consecuencia. Asimismo deben cumplir de buena fe con toda la legislación aplicable, regulaciones internas y externas y cualquier otra política o procedimiento de TMF Group.

Artículo 2º. La Sociedad y sus empleados no deberán involucrarse en actividades de lavado de dinero, financiamiento del terrorismo, y prácticas ilegales o en actos de corrupción.

Artículo 3º. Los empleados deberán reportar operaciones inusuales, de acuerdo a lo establecido en el Manual de Procedimientos y Políticas para la prevención del lavado de activos y del financiamiento del terrorismo.

Artículo 4º. Todos los clientes de la Sociedad deberán tener previamente la aprobación de Group Compliance, de acuerdo con las políticas de compliance de TMF Group.

Artículo 5º. Los activos de la Sociedad deben utilizarse con cuidado y responsabilidad, quedando prohibido que los empleados los usen para obtener una ganancia personal o con un fin ilícito.

Artículo 6º. En forma complementaria a este Código de Conducta, serán de aplicación los principios vertidos en el Código de Conducta de TFM Group, disponible en la red interna para todos los empleados.

3.2 Normas referidas al conocimiento del cliente

Artículo 7º. La Sociedad extremará sus cuidados en la aplicación de la política conocida como “Conocimiento de su Cliente”.

Artículo 8º. La Sociedad realizará sus mayores esfuerzos a efectos de obtener la identidad de los clientes que soliciten sus servicios. A estos efectos se solicitará la documentación idónea para acreditar tal extremo, conforme lo establecido en el Manual de Procedimientos.

Artículo 9º. La Sociedad no prestará servicios a aquellas personas que se nieguen a brindar su identificación y/o a proveer la documentación que la Sociedad le requiere para dar cumplimiento a las normas internas y las regulaciones sobre prevención del lavado de dinero y financiamiento del terrorismo.

Artículo 10º. La Sociedad recabará información sobre los aspirantes a convertirse en sus clientes, en particular de sus antecedentes, de la actividad que desarrollan y de su solvencia económica.

Artículo 11º. La Sociedad extremará el control sobre las operaciones de sus clientes, prestando especial atención a casos de modificación de pautas de comportamiento habituales de los clientes, sin justificación económica o legal evidente, o de complejidad inusitada o injustificada, de forma tal de detectar apartamientos significativos de la operativa normal. En tales casos, deberá recabar información a efectos de intentar encontrar explicaciones satisfactorias para la operación.

3.3 Normas referidas a la realización de operaciones

Artículo 12º. En cumplimiento del artículo No. 81 de la Ley 17.343, la Sociedad se abstendrá de realizar aquellas operaciones respecto de las que en su opinión existan motivos para creer que se encuentran vinculadas a la legitimación de activos provenientes de actividades ilícitas configuradas por narcotráfico; el terrorismo; el contrabando superior a USD 20.000 (veinte mil dólares de los Estados Unidos de América); el tráfico ilícito de armas, explosivos, municiones o materiales destinados a su producción; el tráfico ilícito de órganos, tejidos y medicamentos; el tráfico ilícito de hombres, mujeres o niños; extorsión; secuestro; proxenetismo; tráfico ilícito de sustancias nucleares; tráfico ilícito de obras de arte, animales o materiales tóxicos.

Artículo 13º. La Sociedad verificará en cada caso la existencia de una adecuada justificación de la procedencia de los fondos.

Artículo 14°. La Sociedad no aceptará la realización de operaciones en efectivo y prestará especial atención a aquellas inversiones realizadas por los clientes e inmediatamente liquidadas, cuando esta actividad no es compatible con los negocios o antecedentes del cliente.

3.4. Normas de cooperación

Artículo 15°. En el marco de la ley, de las diversas disposiciones normativas y del respeto del secreto profesional, la Sociedad se compromete a colaborar diligentemente con las autoridades competentes, en las investigaciones sobre actividades concernientes a la legitimación de activos proveniente de las actividades ilícitas señaladas en el artículo 12° de este código.

3.5 Normas relativas a la instrumentación de políticas de prevención

Artículo 16°. La Sociedad se compromete a desarrollar políticas de prevención, apropiadas y suficientes, tomando como base las disposiciones normativas del Banco Central del Uruguay, a los efectos de procurar evitar que la realización de cualquier operación permita la indebida utilización del mercado de valores en el procesamiento de activos provenientes de actividades ilícitas.

Artículo 17°. La Sociedad desarrollará instancias de capacitación e información a su personal sobre las medidas globales de prevención tendientes a evitar la legitimación de activos.

Artículo 18°. La Sociedad establecerá un sistema de auditoría interna que será responsable de verificar el cumplimiento de las políticas de prevención establecidas.

3.6 Normas relativas a integridad de la información

Artículo 19°. La Sociedad y sus empleados deben actuar en todo momento con la mayor integridad y profesionalismo.

Artículo 20°. Los informes o reportes de cualquier tipo que la Sociedad emita, en forma interna o para uso externo, deben ser completos, oportunos y comprensibles para su destinatario, evitando manifestaciones incorrectas, falsificaciones, u otro acto deliberado que resulte en registros inexactos.

3.7 Normas relativas al uso indebido de información privilegiada y confidencial

Artículo 21°. La Sociedad prohíbe el uso y suministro indebido de información privilegiada y confidencial para operaciones bursátiles.

Artículo 22°. La Sociedad prohíbe expresamente toda forma de explotación de información privilegiada y confidencial.

Artículo 23°. Los empleados deben observar la más estricta confidencialidad de la información relacionada con la Sociedad, con TMF Group o con clientes, de la que tengan conocimiento en el curso de sus actividades, entendiéndose por confidencial a aquella información no pública que pueda ser perjudicial para la Sociedad, para TMF Group o para los clientes en caso de ser divulgada.

Artículo 24º. Los empleados deben observar las normas especiales que pudieran existir sobre custodia, almacenamiento y destrucción de datos e información. Su obligación de salvaguardar información confidencial como tal, continúa aún después de la finalización de la relación laboral con la Sociedad.

3.8 Normas relativas al soborno y la corrupción

Artículo 25º. La Sociedad prohíbe el soborno y la corrupción, en cualquiera de sus formas.

Artículo 26º. TMF Group prohíbe el ofrecimiento, la promesa o el otorgamiento de una ventaja financiera o de otro tipo:

- a otra persona o compañía, donde sea que se encuentre e independientemente de que sea un funcionario u organismo público o un individuo o compañía privada,
- por parte de cualquier empleado, agente u otra persona u órgano que actúe en nombre de la Sociedad,
- para inducir a esa otra persona u organismo a que realice indebidamente una tarea o actividad o recompensarla por esa actividad.

Artículo 27º. TMF Group prohíbe el pedido, acuerdo o la aceptación de una ventaja financiera o de otro tipo:

- de otra persona o compañía, donde sea que se encuentre e independientemente de que sea un funcionario u organismo público o un individuo o compañía privada,
- por parte de cualquier empleado, agente u otra persona u órgano que actúe en nombre de la Sociedad,
- para ser inducido o recompensado por realizar indebidamente una tarea, función o actividad (que sea parte de la tarea, función o actividad de esa persona en TMF Group).

Artículo 28º. Los obsequios y agasajos nunca deben influenciar la decisión comercial de un empleado o hacer que otros perciban esa influencia. Serán de cumplimiento obligatorio las políticas que TMF Group emita en la materia.

3.9 Normas relativas al reporte de incidentes

Artículo 29º. Todas las situaciones que sean o pudieran ser perjudiciales para la Sociedad serán consideradas como incidentes y como tales, deben ser reportados al Directorio y al Oficial de Cumplimiento.

Artículo 30º. Se considerarán incidentes, entre otros, los siguientes:

- a) Operaciones inusuales o ilegales;
- b) Incumplimiento grave de directivas internas;
- c) Requerimientos o investigaciones no usuales de un organismo regulador o de la justicia;
- d) Identificación de una persona o empresa dentro de un listado de terroristas;
- e) Sospecha justificable de pérdida de información de la Sociedad o de un cliente;
- f) Conducta inusual o sospechosa de un empleado que pudiera perjudicar a la Sociedad.

VI. INFORMACIÓN DEL AGENTE Y APARCERO

1. CONSTITUCIÓN. INFORMACIÓN GENERAL.

Bearing Agro S.A. es una sociedad constituida bajo las leyes de la República Oriental del Uruguay el día 20 de mayo de 2011.

Sus estatutos fueron aprobados por la Auditoría Interna de la Nación el 7 de junio de 2011 e inscriptos en el Registro Nacional de Comercio el 22 de junio de 2011 y publicados en el Diario Oficial el 4 de julio de 2011 y en el Periódico Montevideo Judicial el 5 de julio de 2011, encontrándose vigente.

Las acciones de Bearing Agro S.A. están representadas en títulos físicos nominativos emitidos en un 100% a nombre de personas físicas.

Denominación social:	Bearing Agro S.A.
Domicilio:	Dr. Alejandro Schroeder 6558, Montevideo, Uruguay
Sitio web:	www.bearingagro.com
RUT:	21.673515.0019
Cierre ejercicio:	30 de junio

2. HISTORIA

Historia de Bearing Agro S.A.

Bearing Agro S.A. nace a raíz de la fusión de capitales internacionales y locales en el año 2010. En el ámbito internacional Bearing Agro S.A. tiene su origen en Bearing Capital, entidad fundada en Estados Unidos de Norteamérica en 2001 y que está orientada a la inversión en infraestructura, commodities y energía en Latinoamérica.

Desde sus comienzos, Bearing Capital ha participado en proyectos y empresas privadas demostrando una gran capacidad de administración y crecimiento de los mismos, generando a su vez buenos resultados por sus inversiones. Bearing Capital ha desarrollado y liderado proyectos por más de doscientos millones de dólares desde su concepción. Sus inversiones recientes incluyen pozos petroleros en Perú, con reservas de noventa millones de barriles de crudo probables y que hoy cuenta con más trescientos treinta millones de barriles entre reservas probadas y probables. A su vez Bearing Capital co-fundó una compañía logística dedicada al transporte de mineral de hierro desde Brasil hacia puertos argentinos con contratos de largo plazo que hoy opera más de doscientas barcasas en el Río Paraguay y el Río Paraná.

Por su parte, el grupo de socios locales, que integra Bearing Agro S.A. ha venido actuando en el mercado de tierras de Uruguay desde el año 2001, asistiendo y asesorando a varios clientes internacionales y locales en múltiples procesos de adquisición de campos. Han realizado transacciones inmobiliarias junto a empresas como Eufores/ENCE, Forestal Oriental, UAG, El

Tejar, MSU, Breeders and Packers Uruguay, Hillock Capital, entre otros tantos inversores particulares.

En 2008, junto a un equipo de Ingenieros Agrónomos Argentinos, el grupo de socios locales creó Consultagro S.A., una empresa uruguaya especializada en la tecnología de riego aplicada a cultivos tradicionales como maíz, soja, trigo, cebada y sorgo. Con el aporte del equipo de técnicos argentinos, Consultagro S.A. se convirtió en una firma líder en agricultura y sistemas de riego. Su trayectoria muestra más de treinta proyectos ejecutados y cien equipos funcionando, principalmente en Argentina. Sin embargo desde el año 2008 aumenta su presencia en Uruguay, donde ya se llevan más de diez proyectos entre ejecutados y en vías de ejecución, con dieciocho equipos funcionando y treinta y siete en proceso de instalación.

En 2010, en su proceso permanente de búsqueda de buenas oportunidades de negocios, Bearing Capital se relacionó con Consultagro S.A. y comenzó un proceso de análisis de inversión en riego y agricultura en el Uruguay, culminando al año en la creación de Bearing Agro S.A. Para ese entonces, Consultagro S.A. ya había desarrollado el primer campo bajo riego, con dos años de explotación agrícola bajo riego, que pasó a ser incorporado a Bearing Agro S.A. junto con los otros dos campos que hoy conforman la base operativa de la empresa.

El modelo de Bearing Agro S.A. nace alrededor de la creación de valor a través del riego, trasladando y optimizando los recursos hídricos hacia altos rendimientos y estabilidad para los años de poca lluvia, lo que incrementa tanto el valor del ciclo productivo como el de la tierra en sí misma, por lo que Bearing continúa dispuesto a crecer haciendo las inversiones en riego necesarias para aumentar cada día más su producción.

Un componente fundamental de Bearing Agro S.A. es la adquisición de tierras agrícolas aptas para riego. Existen ciertos campos que contienen un valor intrínseco debido a que ofrecen un recurso renovable tan fundamental como es el agua en cantidades suficientes para ser utilizada en los cultivos. El modelo actual de Bearing Agro S.A., y su equipo, consisten en la creación de valor a través de la transformación de la tierra utilizando el recurso del agua, flujos estables de bajo riesgo y alta productividad. En el caso de Bearing Agro S.A., la disponibilidad de agua permite lograr una rotación de los cultivos intensificada, incrementando la productividad y disminuyendo considerablemente los riesgos de especulación.

El equipo de Bearing Agro S.A. reúne profesionales argentinos y uruguayos que combinan el conocimiento de los activos locales y sus respectivas prácticas agropecuarias junto con la innovación agrícola y especialmente en tecnología en riego que conjuntamente conforman un equipo altamente especializado para llevar adelante el proyecto y su posterior manejo. Tiene varias décadas de experiencia instalando y operando sistemas de riego y administrando la producción agrícola en Argentina y Uruguay. Ha operado más de 100.000 hectáreas en conjunto incluyendo departamentos de Paysandú, Río Negro, Soriano, Flores, Durazno, Maldonado, Lavalleya y Rocha entre otros, convirtiéndose a su vez en una autoridad líder en el uso del agua y de la tecnología en riego.

Nuestros ingenieros además administran o asesoran, actualmente o en el pasado cercano, aproximadamente 100.000 has de agricultura, formando parte en Uruguay de empresas como Unicampo, firma dedicada al asesoramiento y explotación agropecuaria, Evera SAC (Noble Group Uruguay), seleccionando campos para la explotación agrícola, Consultagro S.A. Tecnología en Riego, firma dedicada al diseño y ejecución de proyectos de riego mecanizado, manejo productivo de establecimientos con riego, distribuidor para Uruguay de Pivots y

Lineales T-L (Nebraska USA), caños y accesorios de Mexichem Argentina S.A. asesoramiento y administración agropecuaria. Abrenty S.A. firma dedicada a la explotación agropecuaria.

Integran en Argentina, a su vez, en forma individual Empresa de Producción Agropecuaria S.A., firma dedicada a la producción agropecuaria con riego y en secano. Recondo y Sauberan, firma dedicada a la administración agropecuaria. Agrosoluciones S.A., empresa dedicada a servicios agropecuarios.

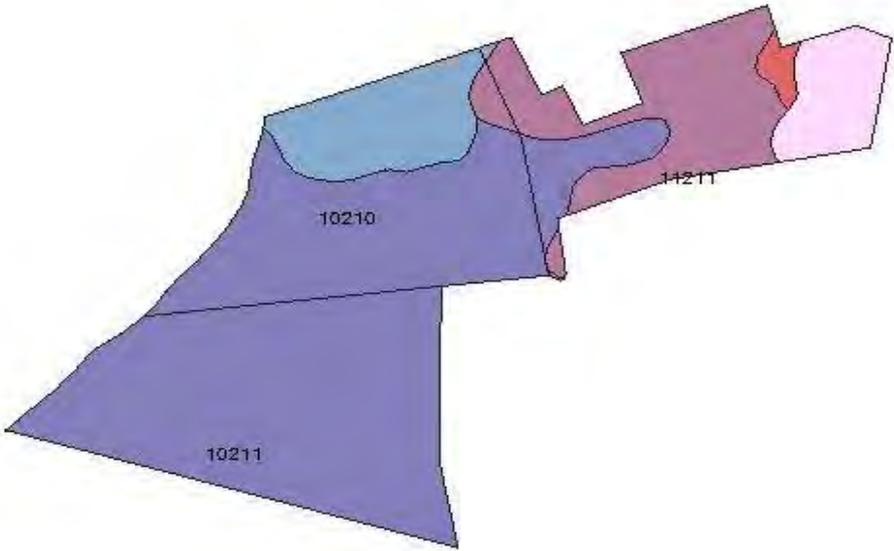
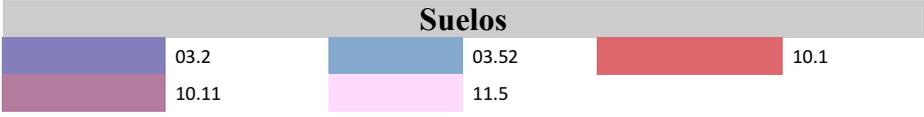
3. Descripción de los Activos en Administración Actual

El grupo de Bearing Agro, tiene actualmente 3 campos en aparcería con sistemas de riego instalados en su totalidad (Santa María, La Criolla y Santa Catalina) y un campo propio cuyo sistema de riego está en proceso de instalación.



Los tres campos se encuentran en el área oeste del país, y poseen similares características productivas. A continuación se detalla el detalle de cada campo y cada proyecto de riego.

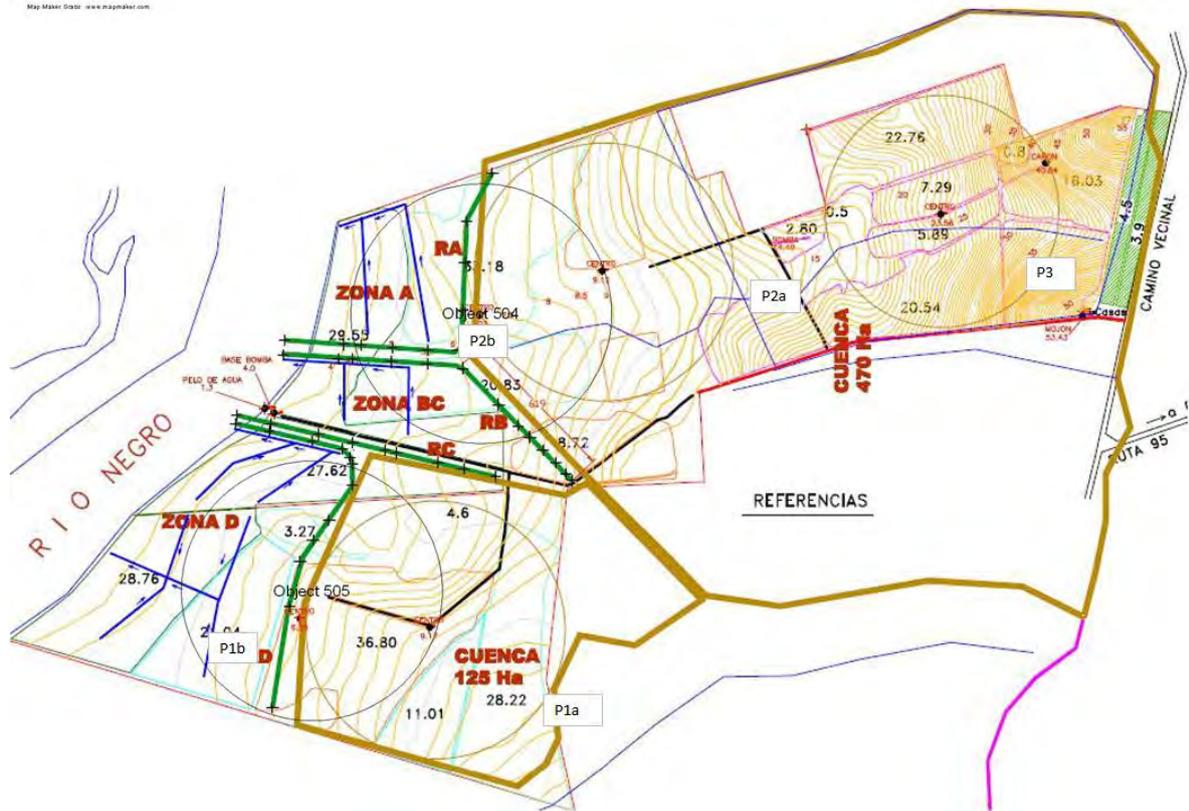
Establecimiento Santa Maria, Soriano



Mercedes

Anteproyecto 6

Map Maker Online - www.mapmaker.com



Anteproyecto 4 con cañon final					Hs bombeo: 23.5	17%			
					LDN eficiencia: 95%				
Pivot	Radio	cañon	Has	Posiciones	Has total	mm/dia	m3/hs	Desperdicio	Netas regadas
P 1	500	30	88	1.50	132	6.1	223	17	115
P 2	500	30	88	1.50	132	6.1	223	21	111
P 3	447	30	71	1	71	6.1	180	10	61
			0		0		0	8	-8
			0		0		0		0
			0		0		0		0
			0		0		0		0
SUBTOTAL			248		336		625	56	280

Consumo Total Agua por m3/dia		6.1	15008
-------------------------------	--	-----	-------

	Dias		m3
Consumo Total Agua m3 x dias de riego	100		1500849

Cañeria



4

8

139.7637795

Conduccion	Scobey Valor Ks	m3/h Caudal	l/seg Caudal	m Largo	mm Diam ext	mm Diam. inter.	dm2 Seccion	m/seg Velocidad	m Perdida carga	m Perdida ca	ctd Tubos
1	0.32	222	61.7	1400	250	244	4.67	1.32	9.3	9.8	233
2	0.32	402	111.7	1400	315	307	7.42	1.51	9.2	9.7	233
3	0.32	180	50.0	680	250	244	4.67	1.07	3.0	3.2	113
4	0.32	180	50.0	680	250	244	4.67	1.07	3.0	3.2	113
TOTAL				4160							693

Pivots Peridas de carga, TDH, Potencia

Pivot	Eficiencia: 95%			Hs/dia bombeo:		Presion Entrada Pivot				
	m Largo	Pies Largo	m efect. Cañon	Has	mm/dia lamina	m3/h Caudal	PSI Scobey	PSI H.Williams	Bares H.Williams	kgf/cm2 H.Williams
P 1	500	1640	30	88	6.0	222	40.4	41.2	2.84	2.90
P 2	500	1640	30	88	6.0	222	40.4	41.2	2.84	2.90
P 3	447	1467	30	71	6.0	180	35.7	34.0	2.34	2.39
TOTAL		4747	0	0		0	28.8	23.0	1.58	1.62

**Perdidas de carga
Pivot mas ramal caños**

N° Pivot	m3/h Caudal	m Perdida carga
P 1	222	38.7
P 2	222	38.7
P 3	180	40.0
Booster	0	

BOMBAS: Potencias, TDH y Caudal

N° Bomba	m Perdida carga	m3/h Caudal	m TDH	Con el >TDH	
				m >TDH final	HP Motor
1	38.7	222	52	52	71
2	38.7	222	52	52	71
3	40.0	180	53	52	57
Booster	0.0	180	27	27	30
TOTAL		804			229

Rotacion Pivot RiegoOpcion A **M - T.C./S2°**

Pivot	Has	1	2	3	4
1a	58	Cebada/Soja 2°	Maiz	Cebada/Soja 2°	Maiz
1b	58	Maiz	Cebada/Soja 2°	Maiz	Cebada/Soja 2°
2a	56	Cebada/Soja 2°	Maiz	Cebada/Soja 2°	Maiz
2b	56	Maiz	Cebada/Soja 2°	Maiz	Cebada/Soja 2°
3a	31	Cebada/Soja 2°	Maiz	Cebada/Soja 2°	Maiz
3b	31	Maiz	Cebada/Soja 2°	Maiz	Cebada/Soja 2°
4a	-4	Cebada/Soja 2°	Maiz	Cebada/Soja 2°	Maiz
4b	-4	Maiz	Cebada/Soja 2°	Maiz	Cebada/Soja 2°
5a	0	Cebada/Soja 2°	Maiz	Cebada/Soja 2°	Maiz
5b	0	Maiz	Cebada/Soja 2°	Maiz	Cebada/Soja 2°
Total Maiz		140	140	140	140
Total Soja 1°/Sorgo		0	0	0	0
Total Arroz		0	0	0	0
Total Trigo/Cebada		140	140	140	140
Total Soja 2°		140	140	140	140
Total	280	420	420	420	420

Rotacion Secano

	Has	1	2	3	4
Pot a	25	Sorgo Gran.	Soja 1°	Sorgo Gran.	Soja 1°
Pot b	25	Soja 1°	Sorgo Gran.	Soja 1°	Sorgo Gran.
Pot c	25	Sorgo Gran.	Soja 1°	Sorgo Gran.	Soja 1°
Pot d	25	Soja 1°	Sorgo Gran.	Soja 1°	Sorgo Gran.
Total Soja 1°		50	50	50	50
Total Sorgo Granifero		50	50	50	50
Total Trigo/Cebada		0	0	0	0
Total Soja 2°		0	0	0	0
Total	100	100	100	100	100

Total Agricultura	520	520	520	520
--------------------------	------------	------------	------------	------------

JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO DE RIEGO

Dado el régimen aleatorio de ocurrencia de precipitaciones en Uruguay y las características edáficas de los suelos, determinan que aunque la cantidad total de agua de lluvia caída pueda estar por arriba de los 1000 mm/ha/año, igual se producen momentos de stress por falta de humedad, durante los periodos críticos de maduración de los cultivos, como así también de las pasturas, que significan mermas importantes en los rindes de los mismos, tanto en granos producidos como en cantidad de masa verde de forraje, cosa que se ve agravada por supuesto en los años de sequía en forma más que proporcional, dando entonces una variabilidad enorme en los márgenes empresarios obtenidos en los distintos años, el riego daría a la empresa un piso productivo haciendo que la proyección de ingresos a través de los años sea de una mucho mayor certeza, permitiendo por lo tanto mayor seguridad en los márgenes futuros estimados, quitando en gran medida el factor de imprevisibilidad.

OBJETIVO DEL PROYECTO DE RIEGO

El proyecto de riego planteado tiene como objetivo optimizar el uso del agua disponible, de manera que conjuntamente con un manejo eficiente en términos productivos y económicos, se supere el principal factor de riesgo productivo o limitante, que es la falta de agua en los momentos críticos. La introducción del riego conjuntamente con toda la tecnología acorde, repercutirá positivamente sobre la rentabilidad de la empresa y dándole también un margen de seguridad mucho más alto que el actual.

RECURSOS NATURALES DISPONIBLES

RECURSO SUELO

Conocidas las propiedades físicas del suelo del área a regar (texturas, velocidad de infiltración, capacidad de almacenaje de agua) se ajustara la láminas y las intensidades de precipitación del equipo de riego, como para obtener el mejor resultado.

Los suelos dominantes son Brunosoles Eutricos Luvicos, de color negro o pardo muy oscuro, textura franca a franco arcillosa, fertilidad alta y moderadamente bien drenados.

En el futuro se proyecta identificar los distintos ambientes productivos (utilizando monitores de rendimiento). De manera de poder hacer agricultura de precisión, para logara la mayor eficiencia posible en el uso de los insumos invertidos (riego, fertilizantes, semillas).

RECURSO AGUA

La toma de agua para este proyecto de riego se pondrá en las márgenes del Río Negro, para lo cual se construirá un alojamiento para las bombas respectivas y un tubo abductor para la captación del agua del respectivo río.

RECURSO SUELO

El problema más importante asociado a la agricultura en el Uruguay es la erosión del suelo. Entre el 60 y el 95% de las pérdidas de materia orgánica de los suelos está asociado a la erosión (Clériciet al., 2004). El principal factor erosivo en nuestro país es el agua y el escurrimiento de tierra que este genera.

En este contexto, la rotación de cultivos busca mediante la alta producción de biomasa (parte aérea y raíces), la alta proporción de residuos y la alta cobertura del suelo durante la mayor parte del tiempo posible, obtener un balance de carbono positivo y controlar la degradación y erosión del suelo. Si nosotros pudiéramos incrementar la producción y por ende la MS/ha lograda mediante el uso de riego estaríamos impactando directamente en este proceso.

Se estimó mediante la ecuación de pérdida Universal de suelo USLE/RUSLE la pérdida de suelo para distintas rotaciones. Para ello se utilizó el programa Erosión 5.91 desarrollado por la Cátedra de Suelos y Aguas de la Facultad de Agronomía de la Universidad de la República. Se probó la rotación propuesta para el área bajo que se describe a continuación:

Rotación de agricultura según secuencia:

Maíz – Cebada/Soja 2° - Maíz - Trigo/Soja 2° - Maíz

Utilizando dicho programa, la rotación programada da muy por debajo de la tolerancia de pérdida de suelo, para el grupo Coneat predominante del establecimiento que es de 7 toneladas por ha año. Tratando de conjugar la mayor renta en la rotación de cultivos bajo riego con la conservación de suelos es que se desarrolló y planteó una rotación acorde. Hay que tener en cuenta que para el objetivo de este informe, la profundidad de estos estudios es suficiente.

DISEÑO AGRONÓMICO DEL RIEGO

El sistema de riego se implementará para una superficie de 340 has utilizando 2 pivots de 500 m de largo en dos posiciones de riego cada uno y un pivot fijo de 470 m de largo, que regarán la rotación descrita, cada pivot regará una posición de Maíz por año y una posición de Cebada o Trigo seguida de Soja de 2° por año, siendo el diseño del riego en base al Maíz para el cálculo de la lámina de agua disponible para regar, dado que es el cultivo de mayor necesidad y sensibilidad a la falta de agua. Para lograr maximizar la cantidad y la calidad del Maíz, se requiere satisfacer la máxima evapotranspiración del cultivo (ETc).

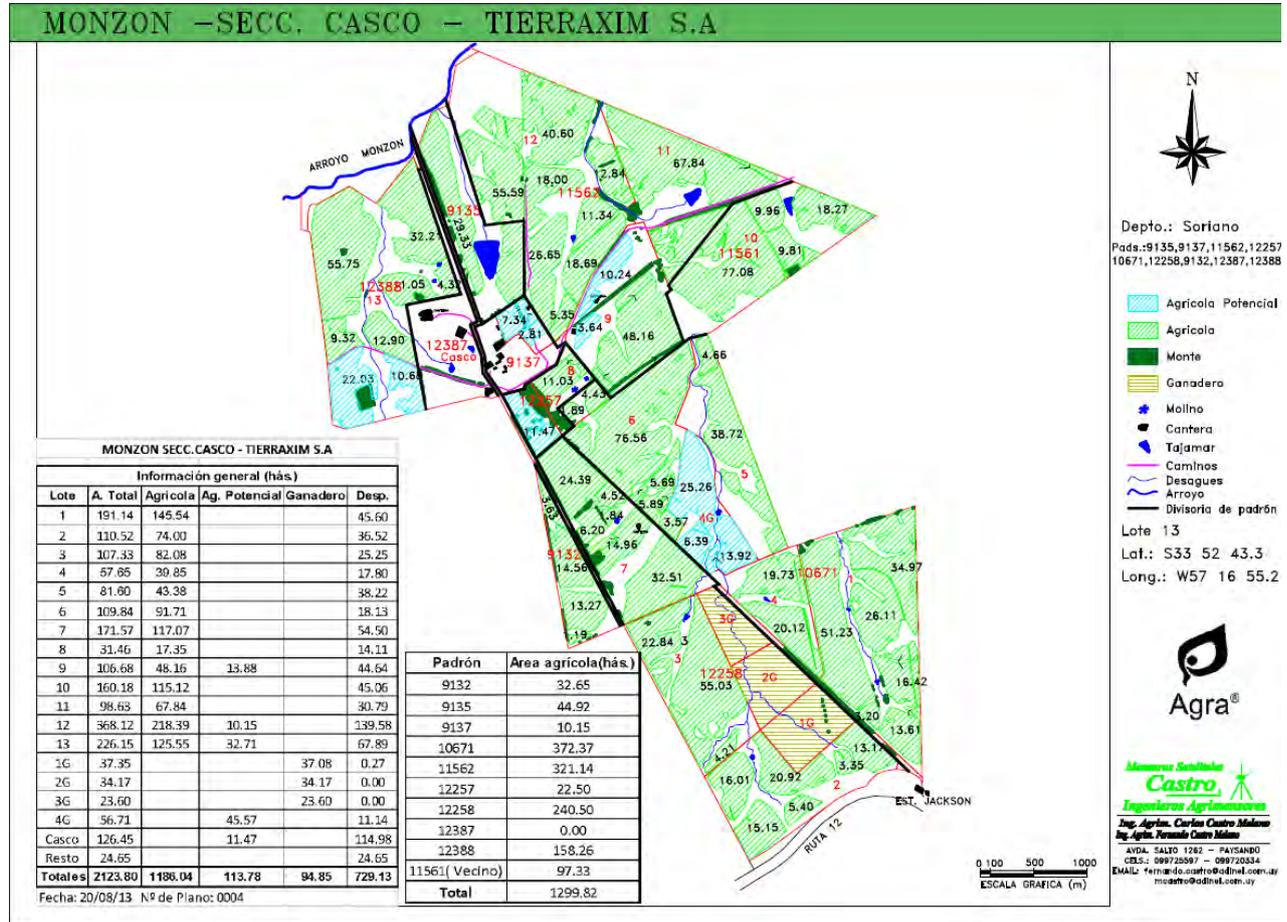
A continuación se presenta un balance promedio entre lluvias efectivas y ETc para un cultivo de maíz de estación. Promediamente estaríamos en unos 230 mm de necesidades netas de riego durante toda la estación, con un pico máximo en enero de 103 mm.

Tabla 4. Balance promedio entre lluvias efectivas y la evapotranspiración de un cultivo de Maíz.

Mes	PP	PP efectiva	Tanque A	Ktanque	Kc	Etc	Balance
10	109	81	148	111	0.3	33	48
11	117	87	170	127	0.8	102	-15
12	135	101	219	164	1.1	181	-79
1	113	85	228	171	1.1	188	-103
2	88	66	167	125	0.8	100	-34
3	90	67	144	108	0.5	54	13
4	69	52	98	74			

Los datos para el cálculo de necesidad de riego salen de los datos de estación pluviométrica de Trinidad de la Dirección Nacional de Meteorología, en el período 1961-1990. Los registros de precipitaciones se corrigieron con un coeficiente de probabilidad de ocurrencia de 75% y por un factor de precipitación efectiva; mientras que los datos de evapotranspiración corresponden a los utilizados a través de la ecuación de FAO Penman-Monteith (tabla 4). Los coeficientes de cultivo (Kc) surgen de la publicación de FAO N° 24, Doorembos & Pruitt (1990).

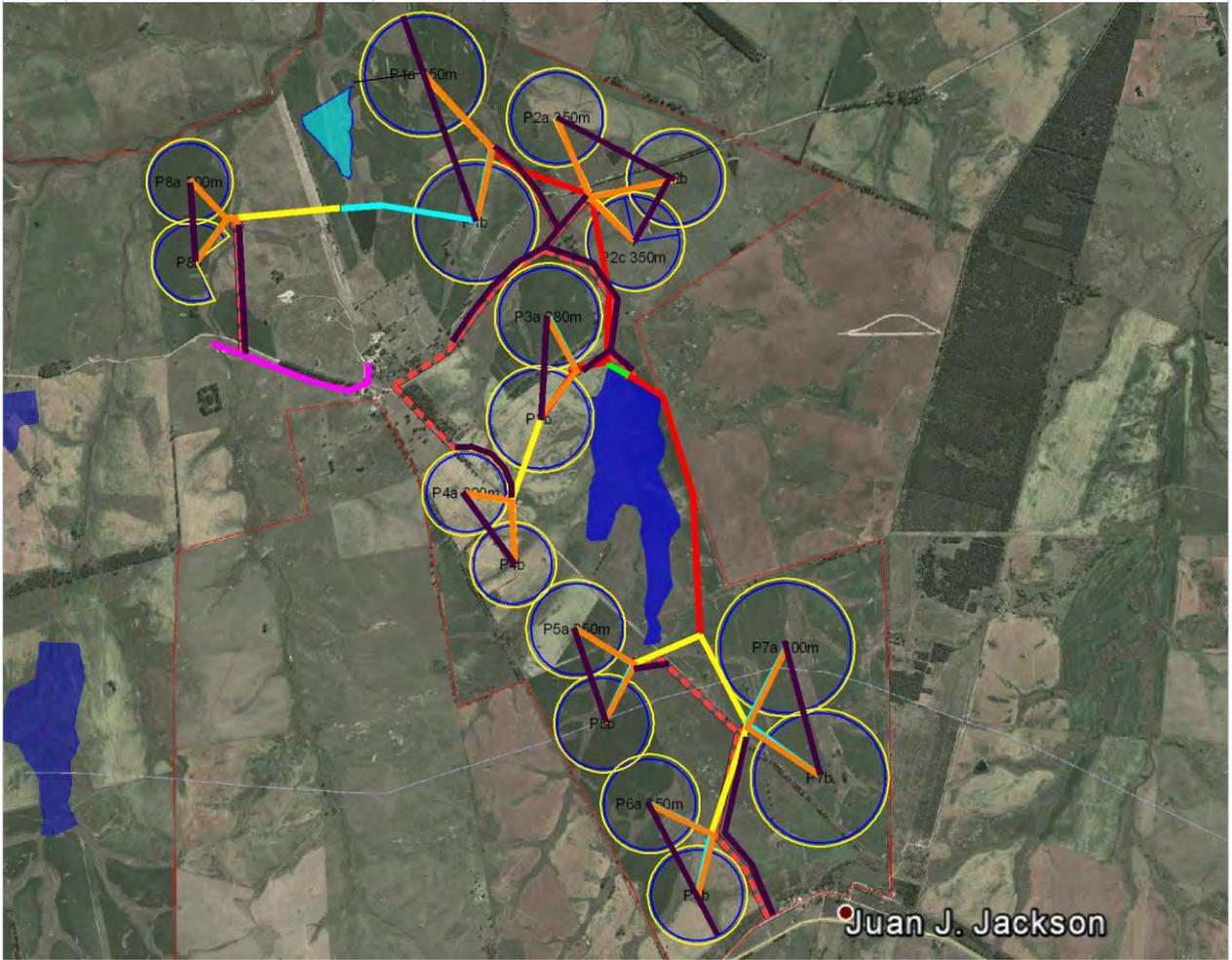
Establecimiento Monzon, Cardona



Proyecto Tierraxim

N° 16

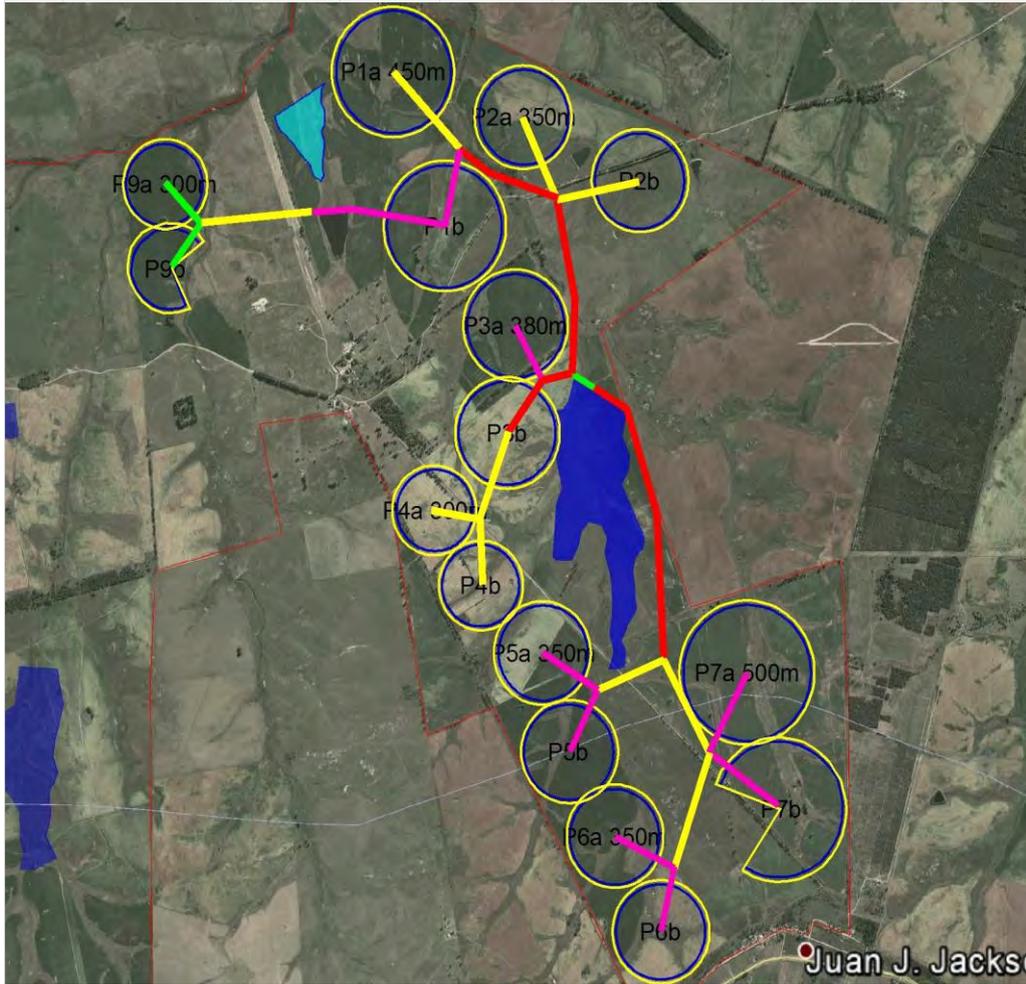
con cañon final



				superposicion	Hs bombeo:	23.5					17.0%
Anteproyecto 14 con cañon final				%	I-Wob eficiencia:	90%					No Agric. Reg. Agric. regada
Pivot	Radio	cañon	Has	Posiciones	Has total	mm/dia	m3/hs	lts/seg	Has No Agr.	Has Netas	
P1	450	30	72	2.0	145	6.8	205	57	31	114	
P2	350	30	45	3.0	136	9.0	169	47	16	120	
P3	380	30	53	2.0	106	6.8	150	42	12	94	
P4	300	30	34	2.0	68	6.8	97	27	12	56	
P5	350	30	45	2.0	91	6.8	129	36	10	81	
P6	350	30	45	2.0	91	6.8	129	36	27	64	
P7	500	30	88	2.0	176	6.8	250	70	34	142	
P8	300	30	34	1.7	58	6.8	97	27	6	52	
SUBTOTAL			418	0	871		1226	341	148	723	
Consumo Total Agua por m3/dia						7.0	29435				
Consumo Total Agua m3 x dias de riego						60	1766089				
				90%							
Campo	Rp N°	Has	m3	m3 disp.	m3 cons Pr 2						
Sta Elena	5.2	76	1976000	1778400	1766089						
Sta Elena	6	15	375000	337500							
Total		91	2351000	2115900	1766089						

Proyecto Tierraxim

Cañería



Conduccc	Scobey Valor Ks	m3/h Caudal	l/seg Caudal	m Largo	mm Diam ext	m/seg Velocidad	m Perdida car	ctd Tubos
1	0.32	719	199.6	240	400	1.71	1.7	40
2	0.32	472	131.1	1300	355	1.43	7.2	217
3	0.32	302	84.0	860	315	1.16	3.7	143
4	0.32	205	57.0	780	250	1.25	5.0	130
5	0.32	302	84.0	580	315	1.16	2.5	97
6	0.32	169	47.1	650	200	1.62	8.6	108
7	0.32	169	47.1	670	200	1.62	8.9	112
8	0.32	247	68.6	240	250	1.51	2.2	40
9	0.32	150	41.6	460	200	1.43	4.8	77
10	0.32	247	68.6	480	250	1.51	4.4	80
11	0.32	97	27.0	680	200	0.93	3.1	113
12	0.32	97	27.0	370	200	0.93	1.7	62
13	0.32	97	27.0	500	200	0.93	2.3	83
14	0.32	508	141.0	2200	355	1.54	14.1	367
15	0.32	129	35.7	560	200	1.23	4.4	93
16	0.32	129	35.7	520	200	1.23	4.1	87
17	0.32	129	35.7	520	200	1.23	4.1	87
18	0.32	379	105.3	800	315	1.46	5.3	133
19	0.32	250	69.5	670	250	1.53	6.3	112
20	0.32	250	69.5	680	250	1.53	6.3	113
21	0.32	129	35.7	890	200	1.23	7.0	148
22	0.32	129	35.7	550	200	1.23	4.3	92
23	0.32	129	35.7	550	200	1.23	4.3	92
24	0.32	97	27.0	1050	200	0.93	4.8	175
25	0.32	97	27.0	880	200	0.93	4.0	147
26	0.32	97	27.0	410	200	0.93	1.9	68
27	0.32	97	27.0	410	200	0.93	1.9	68
TOTAL				18500				3083

Pivots Peridas de carga, TDH, Potencia

Pivot	Eficiencia:			90%		Hs/día bombeo:		Presion Entrada Pivot			
	m	Pies	m efect.	mm/dia	m3/h	PSI	PSI	Bares	kgr/cm2		
	Largo	Largo	Cañon	Has	lamina	Caudal	Scobey	H.Williams	H.Williams	H.Williams	
P1	450	1476	30	72	6.8	205	33.6	30.7	2.11	2.16	
P2	350	1148	30	45	9.0	169	33.6	30.7	2.12	2.16	
P3	380	1247	30	53	6.8	150	32.9	29.7	2.04	2.09	
P4	300	984	30	34	6.8	97	30.2	25.4	1.75	1.78	
P5	350	1148	30	45	6.8	129	31.7	27.6	1.90	1.94	
P6	350	1148	30	45	6.8	129	31.7	27.6	1.90	1.94	
P7	500	1640	30	88	6.8	250	36.3	34.9	2.40	2.45	
P8	300	984	30	34	6.8	97	30.2	25.4	1.75	1.78	
TOTAL		9777				1226					

Perdidas de carga

Pivot mas ramal caños

N°	m3/h	m
Pivot	Caudal	Perdida carga
P 1a	205	39.2
P 1b	205	36.7
P 2a	169	39.1
P 2b	169	39.4
P 2c	169	36.4
P 3a	150	29.5
P 3b	150	29.1
P 4a	97	30.8
P 4b	97	31.4
P 5a	129	42.0
P 5b	129	42.0
P 6a	129	50.1
P 6b	129	50.1
P 7a	250	50.1
P 7b	250	50.2
P 8a	97	43.6
P 8b	97	43.6
Levante a R4		6.3

BOMBAS: Potencias, TDH y Caudal

N°	m	m3/h	m	Con el >TDH	
				m	HP
Bomba	Perdida carga	Caudal	TDH	>TDH final	Motor
1	39.2	205	57	58	74
1	36.7	205	54	58	74
2	39.1	169	54	58	61
2	39.4	169	57	58	61
2	36.4	169	58	58	61
3	29.5	150	46	58	54
3	29.1	150	52	58	54
4	30.8	97	57	58	35
4	31.4	97	57	58	35
5	42.0	129	53	58	46
5	42.0	129	56	58	46
6	50.1	129	55	58	46
6	50.1	129	57	58	46
7	50.1	250	52	58	90
7	50.2	250	57	58	90
8	43.6	97	52	58	35
8	43.6	97	54	58	35
30		150	20	20	19
TOTAL		3377			1072

Calculo Seccion Cables: poner el valor de Distancia, potencia y % de perdida de tension aceptada

Tension	380	380	380	380	380	380
Distancia	400	470	550	650	680	800
Conductividad AL	37	37	37	37	37	37
caida de tension	2.6%	2.9%	3.5%	3.1%	3.2%	2.8%
Potencia HP	15	15	15	15	15	15
Potencia Watt	11190	11190	11190	11190	11190	11190
cos phi factor de potencia motor	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96
SECCION en mm2 =	50	53	51	69	70	94

Rotacion Pivot Riego		Opcion A	M - CoT/Sja 2°		
Pivot	Has	1	2	3	4
P1a	72	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°
P1b	72	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz
P2a	45	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°
P2a	45	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz
P3a	53	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°
P3b	53	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz
P4a	34	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°
P4b	34	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz
P5a	45	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°
P5b	45	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz
P6a	45	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°
P6b	45	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz
P7a	88	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°
P7b	88	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz
P8a	34	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°
P8b	34	Ceb/Soja 2°	Maiz	Ceb/Soja 2°	Maiz
Total Maiz		418	418	418	418
Total Sorgo		0	0	0	0
Total Arroz		0	0	0	0
Total Trigo/Cebada		418	418	418	418
Total Soja 2°		418	418	418	418
Total	835	1253	1253	1253	1253
Rotacion Secano		S1° - Ceb/S2° - Sor1°			
	Has	1	2	3	4
Pot a	120	Soja 1°	Ceb/Soja 2°	Sorgo	Soja 1°
Pot b	120	Ceb/Soja 2°	Sorgo	Soja 1°	Ceb/Soja 2°
Pot d	120	Sorgo	Soja 1°	Ceb/Soja 2°	Sorgo
Total Soja 1°		120	120	120	120
Total Sorgo Granifero		120	120	120	120
Total Trigo/Cebada		120	120	120	120
Total Soja 2°		120	120	120	120
Total	360	480	480	480	480
Total Agricultura		1733	1733	1733	1733

JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO DE RIEGO

Dado el régimen aleatorio de ocurrencia de precipitaciones en Uruguay y las características edáficas de los suelos, determinan que aunque la cantidad total de agua de lluvia caída pueda estar por arriba de los 1000 mm/ha/año, igual se producen momentos de stress por falta de humedad, durante los periodos críticos de maduración de los cultivos, como así también de las pasturas, que significan mermas importantes en los rindes de los mismos, tanto en granos producidos como en cantidad de masa verde de forraje, cosa que se ve agravada por supuesto en los años de sequía en forma más que proporcional, dando entonces una variabilidad enorme en los márgenes empresarios obtenidos en los distintos años, el riego daría a la empresa un piso productivo haciendo que la proyección de ingresos a través de los años sea de una mucho mayor certeza, permitiendo por lo tanto mayor seguridad en los márgenes futuros estimados, quitando en gran medida el factor de imprevisibilidad.

OBJETIVO DEL PROYECTO DE RIEGO

El proyecto de riego planteado tiene como objetivo optimizar el uso del agua disponible, de manera que conjuntamente con un manejo eficiente en términos productivos y económicos, se supere el principal factor de riesgo productivo o limitante, que es la falta de agua en los momentos críticos. La introducción del riego conjuntamente con toda la tecnología acorde, repercutirá positivamente sobre la rentabilidad de la empresa y dándole también un margen de seguridad mucho más alto que el actual.

RECURSOS NATURALES DISPONIBLES

RECURSO SUELO

Conocidas las propiedades físicas del suelo del área a regar (texturas, velocidad de infiltración, capacidad de almacenaje de agua) se ajustara la láminas y las intensidades de precipitación del equipo de riego, como para obtener el mejor resultado.

Los suelos dominantes son vertisol rutico luvico, Brunosoles Eutricos de color negro o pardo muy oscuro, textura franca a franco arcillosa, fertilidad alta y moderadamente bien drenados.

Índices de Productividad CONEAT					
DEPARTAMENTO	NRO. PADRON	SECC. JUDICIAL	SUP. CATASTRAL (Has.)	IND. PROD. FINAL	IND. VALOR REAL
Soriano	7268	13	1904.0398	144	189
Soriano	* 12258	S/D	S/D	* 114	S/D
Soriano	* 12255	S/D	S/D	* 116	S/D
Soriano	* 11562	S/D	S/D	* 118	S/D
Soriano	* 10671	S/D	S/D	* 123	S/D
Soriano	9136	13	25.4407	99	115
Soriano	9132	13	48.4023	137	159
Soriano	9135	13	91.4193	130	151
Soriano	* 12257	S/D	S/D	* 125	S/D

Porcentajes de Suelos CONEAT

Soriano - 9132		Soriano - 7268		Soriano - 9136		Soriano - 9135	
Grupo	Indice	Grupo	Indice	Grupo	Indice	Grupo	Indice
10.3	140	10.12	193	10.3	140	10.3	140
5.02b	88	10.3	140	5.02b	88	5.02b	88
		5.02b	88				
		5.4	114				

Soriano - 12255		Soriano - 12257		Soriano - 12258		Soriano - 12256	
Grupo	Indice	Grupo	Indice	Grupo	Indice	Grupo	Indice
10.12	193	10.3	140	10.12	193	10.3	140
10.3	140	5.02b	88	10.3	140	5.02b	88
5.02b	88			5.02b	88	5.4	114
5.4	114						

Soriano - 11562		Soriano - 10671	
Grupo	Indice	Grupo	Indice
10.12	193	10.12	193
10.3	140	10.3	140
5.02b	88	5.02b	88

AREA AGRICOLA DEL ESTABLECIMIENTO

Ilustración 1. Croquis del establecimiento Monzón con el Área Agrícola

En el futuro se proyecta identificar los distintos ambientes productivos (utilizando monitores de rendimiento). De manera de poder hacer agricultura de precisión, para logara la mayor eficiencia posible en el uso de los insumos invertidos (riego, fertilizantes, semillas).

Proyecto de Riego

El sistema de riego es por aspersión por medio de pivots centrales trasladables de distintos radios, que riegan dos posiciones cada uno, tipo de aspersores I-Wob con bajadas elásticas, reguladores de presión individuales y contrapesas, los pivots son de propulsión hidráulica, rodados de alta flotación, caños de hierro galvanizado de diámetros 6 5/8" y 8", estructura de hierro galvanizado y automatismos.

RECURSO AGUA

El agua necesaria para el riego será únicamente la captada del escurrimiento superficial de las cuencas de las represas que se construirán en dicho lugar. Las especificaciones de la obra se detallan por separado. En este capítulo se presenta la información utilizada en cuanto a las variables climatológicas (precipitación, evaporación y evapotranspiración); en la zona del emplazamiento de la presa.

Precipitaciones

Los datos de precipitación considerados en el proyecto corresponden a la estación pluviométrica de Trinidad de la Dirección Nacional de Meteorología, en el período 1961- 1990. La precipitación media anual en esta estación para el período en estudio resulta en 1214 mm. En relación a la distribución mensual de las precipitaciones, fue elaborado el ciclo medio anual para el período 1961-1990. En las Tablas 2 y 3 respectivamente se presentan los valores del ciclo medio anual, así como las desviaciones estándar para la precipitación mensual en la zona de estudio.

Tabla 1. Ciclo medio anual de precipitaciones (mm) para la estación de Trinidad

Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
113	88	90	69	81	90	105	107	111	109	117	135

Tabla 2. Ciclo medio anual de desviaciones estándar de precipitaciones (mm) para la estación de Trinidad

Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
54	55	70	55	49	58	68	61	74	85	83	109

Evaporación y Evapotranspiración

La evaporación asignada a la represa fue estimada a partir de los datos medidos de Tanque "A", afectados por un coeficiente de reducción del 70%. En este sentido, fue utilizada la información de la estación meteorológica (DNM) de la ciudad de Trinidad en el período 1961-1990, mediante la cual se obtuvo el ciclo medio anual de evaporación. La Evapotranspiración potencial de las cuencas aledañas a la presa, fue estimada utilizando el mapa de isóneas de evapotranspiración potencial para el Uruguay.

Parámetros Hídricos

Sobre la serie de suelo La Carolina del grupo de suelos CONEAT 10.3, se tomó una muestra del horizonte A, se determinó en base al análisis granulométrico, los porcentajes de las fracciones de arena, limo, arcilla y materia orgánica.

Arena 45%

Limo 36.6%

Arcilla 18.4%

MO 3,9%

La CC (capacidad de campo) y el PMP (Punto de marchitez permanente), se estiman sobre la base de las fórmulas de A. Silva, Boletín N°10 – Facultad de Agronomía –

$$CC\% = 21,977 - 0,186(\%Ar) + 2,601(\%MO) + 0,127 (\%Ac) = 26.25$$

$$PMP\% = -2,177 + 0,393(\%Ac) + 1,206(\%MO) = 9.76$$

$$Da \text{ (densidad aparente)} = 1.33$$

$$CC = 26.25 \times 1.33 = 34.91 \text{ mm/10cm}$$

$$\text{PMP} = 9.76 \times 1.33 = 12.98/10\text{cm}$$

El agua disponible, es (Ad) = 34.91-12.98 = 21.93 mm/ 10 cm

El Ad para 40cm de suelo explorado es = 21.93 x 4 = 87.73 mm

DISEÑO AGRONÓMICO DEL RIEGO

El sistema de riego se implementara para una superficie de 871 has utilizando 8 pivots de distintos largos en dos posiciones de riego cada uno que regaran la rotación descrita, cada pivot regara una posición de Maíz por año y una posición de Cebada o Trigo seguida de Soja de 2° por año, siendo el diseño del riego en base al Maíz, para el cálculo de la lámina de agua a regar, dado que es el cultivo de mayor necesidad y sensibilidad a la falta de agua. Para lograr maximizar la cantidad y la calidad del Maíz, se quiere satisfacer la máxima evapotranspiración del cultivo (ETc).

A continuación se presenta un balance promedio entre lluvias efectivas y ETc para un cultivo de maíz de estación. En promedio estaríamos en unos 230 mm de necesidades netas de riego durante toda la estación, con un pico máximo en enero de 103 mm.

Tabla 3. Balance promedio entre lluvias efectivas y la evapotranspiración de un cultivo de Maíz.

Mes	PP	PP efectiva	Tanque A	Ktanque	Kc	Etc	Balance
10	109	81	148	111	0.3	33	48
11	117	87	170	127	0.8	102	-15
12	135	101	219	164	1.1	181	-79
1	113	85	228	171	1.1	188	-103
2	88	66	167	125	0.8	100	-34
3	90	67	144	108	0.5	54	13
4	69	52	98	74			

Los datos para el cálculo de necesidad de riego salen de los datos de estación pluviométrica de Trinidad de la Dirección Nacional de Meteorología, en el período 1961-1990. Los registros de precipitaciones se corrigieron con un coeficiente de probabilidad de ocurrencia de 75% y por un factor de precipitación efectiva; mientras que los datos de evapotranspiración corresponden a los utilizados a través de la ecuación de FAO Penman-Monteith (tabla 3). Los coeficientes de cultivo (Kc) surgen de la publicación de FAO N° 24, Doorembos & Pruitt (1990).

La demanda promedio del cultivo para los meses de octubre a enero inclusive, es de 526 mm. Las precipitaciones promedios de 30 años, para el período de octubre a enero, son de 362 mm.

Uno de cada 2 años, se requiere una lámina neta suplementaria de 164 mm, considerando una eficiencia de riego del 90 %, la lámina bruta sería de 182 mm en el ciclo del cultivo.

Manejo del Riego

El umbral de riego propuesto para el cultivo de maíz será del 60% del agua disponible ($Ad=87.73\text{mm}$) a una profundidad radicular de 40 cm, la lámina neta de reposición (riego) es de 40% del agua disponible = $87.73 \times 0.4 = 35.92 \text{ mm}$

Para el método de riego por aspersión con pivot central, se asume una eficiencia del 90 %; por lo cual la lámina bruta de riego será de 38.6 mm.

Para una demanda máxima promedio del Maíz en el mes de enero de 6,4 mm/día, la frecuencia de riego es de 6 días. La velocidad de infiltración básica del horizonte A de estos suelos, se estima en 9 mm/hora.

El riesgo de erosión es bajo, determinado por el tipo de aspersores que en este caso son I-wob, por el tipo de siembra que es siembra directa, por la rotación implementada, por la textura del suelo y por la pendiente de los mismos. La dirección de siembra será perpendicular a la pendiente, en virtud de que el método de riego, no requiere el desplazamiento del agua por el suelo.

PLAN DE USO Y MANEJO DEL SUELO

El problema más importante asociado a la agricultura en el Uruguay es la erosión del suelo. Entre el 60% y el 95% de las pérdidas de materia orgánica de los suelos está asociado a la erosión (Clérici et al., 2004). El principal factor erosivo en nuestro país es el agua y el escurrimiento de tierra que este genera.

En este contexto, la rotación de cultivos busca mediante la alta producción de biomasa (parte aérea y raíces), la alta proporción de residuos y la alta cobertura del suelo durante la mayor parte del tiempo posible, obtener un balance de carbono positivo y controlar la degradación y erosión del suelo. Nosotros al incrementar la producción y por ende la MS/ha lograda mediante el uso de riego, estamos impactando directamente en este proceso.

Se estimó mediante la ecuación de pérdida Universal de suelo USLE/RUSLE la pérdida de suelo para distintas rotaciones. Para ello se utilizó el programa Erosión 6.0 desarrollado por la Cátedra de Suelos y Aguas de la Facultad de Agronomía de la Universidad de la República. Se probó la rotación propuesta para el área bajo riego que se describe a continuación:

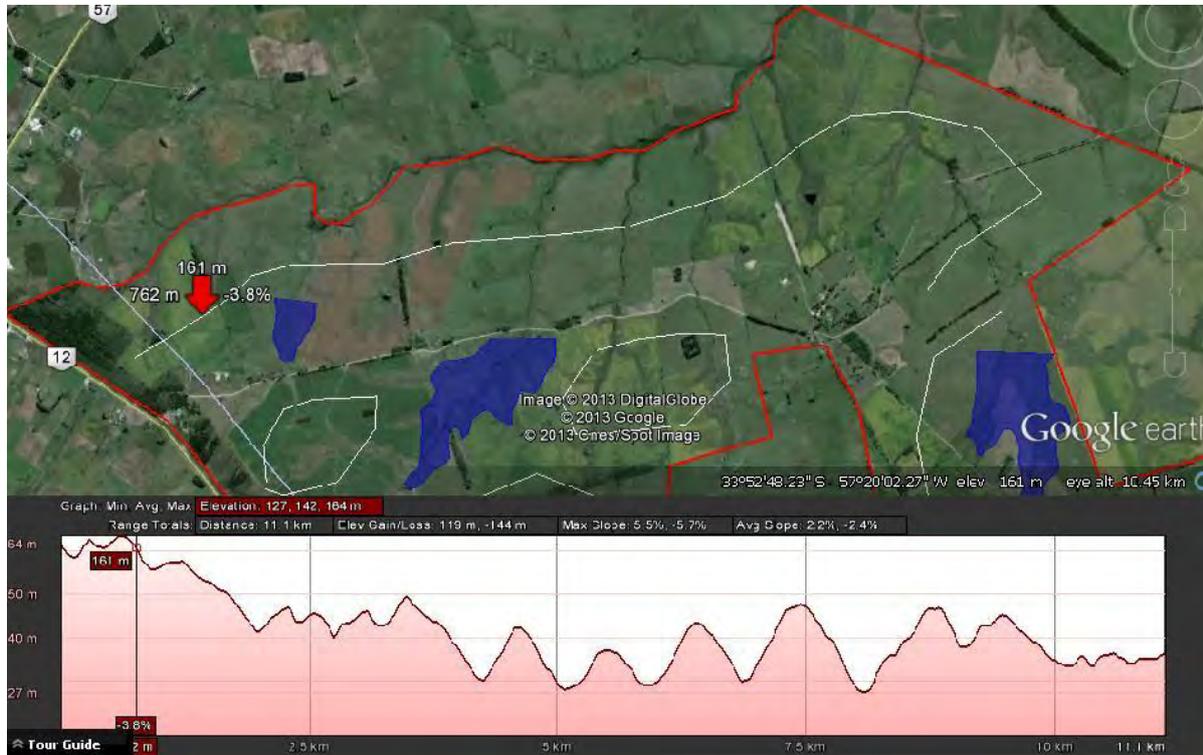
Rotación de agricultura según secuencia:

Maíz – Cebada/Soja 2° - Maíz - Trigo/Soja 2° - Maíz

Utilizando dicho programa, la rotación programada da por debajo de la tolerancia de pérdida de suelo, para las series de suelos predominantes del establecimiento (todos los cálculos dan por debajo de las 7 toneladas por ha año). Tratando de conjugar la mayor renta en la rotación de cultivos bajo riego con la conservación de suelos, es que se desarrolló y planteó una rotación acorde. Es de tener en cuenta que para el objetivo de este informe, la profundidad de estos estudios es suficiente.

Pendientes promedio en la superficie regada

La pendiente máxima medida bajo riego es de 4.0%

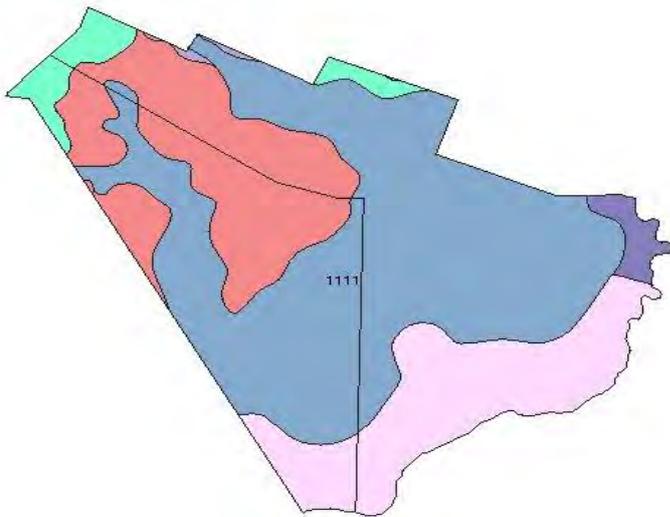


Resultados del programa Erosión 6.0 con la rotación propuesta

EROSION VERSION 5 - INFORME DE RESULTADOS

Caso	CASO 2 CON 4 PORCIENTO PENDIENTE SIN S3.ER6	
DATOS GENERALES		
Duración de la Rotación	6	Años
Localidad	Durazno	
Unidad / Suelo	La Carolina; Vertisol Ruptico Luvico Fr (Oto. e Inv.)	
Tolerancia	7	Mg/ha/año de pérdida de suelo
Longitud de la Pendiente	500	Mts.
Gradiente de la Pendiente	4	
Relación de Erosión	Mixto	
Practica Mecánica de Apoyo	No Aplica	
Porc. Cubierto por Pastura	0	
Forma de Calculo Factor C	Por Componentes	
Tipo de Sistema		
Sistema		
FACTORES		
Factor R	532	Factor Erosividad Promedio Anual (Julios/ha)
Factor K	0,150	Factor de Erodabilidad del Suelo (Mg/Julio)
Factor P	1,000	Factor Práctica Mecánica de Apoyo
Factor L	3,085	Factor Longitud
Factor S	0,462	Factor Gradiente
Factor LS	1,425	Factores Topográficos
Factor C	0,032	Factor Uso y manejo
EROSION ANUAL ESTIMADA	3.6	Mg/ha.

Establecimiento La Criolla, Paysandú



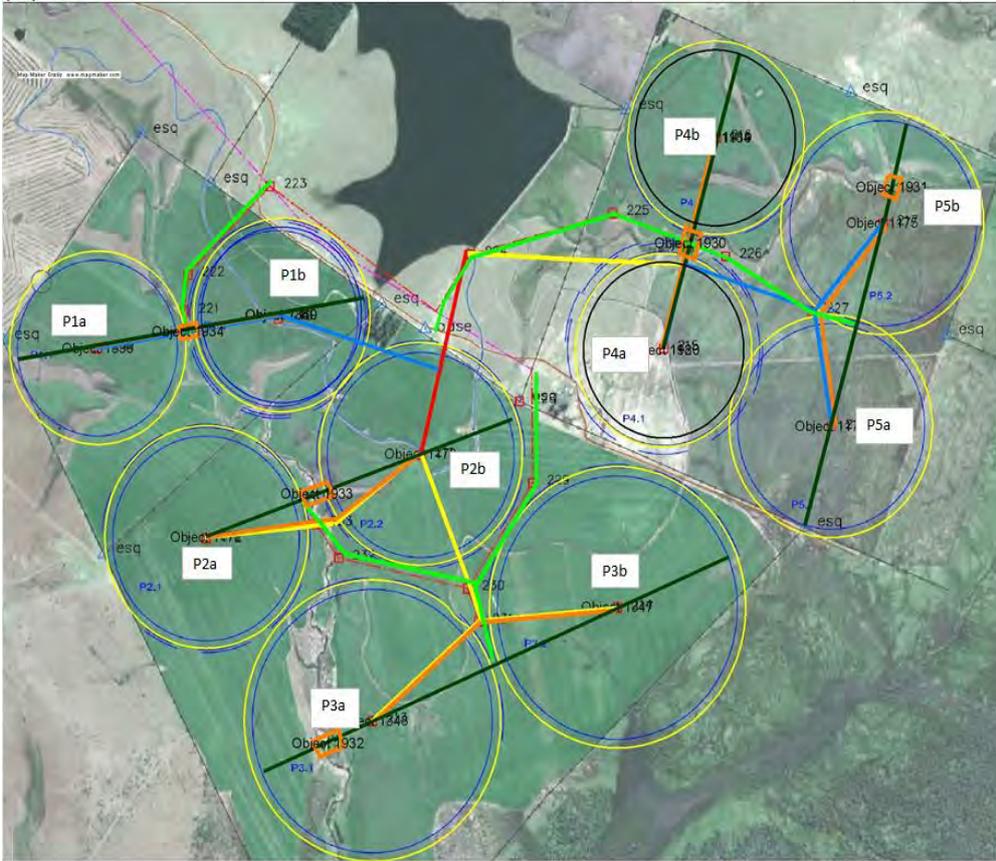
www.prenader.gub.uy/coneat

0 1.79km

SUELOS			
	Grupo	Indice	Porc.
	03.2	131	1.84 %
	03.3	96	18.73 %
	03.52	53	53.09 %
	9.1	61	4.15 %
	9.2	74	21.85 %
	9.6	101	0.34 %

Proyecto La Criolla

proyecto 9



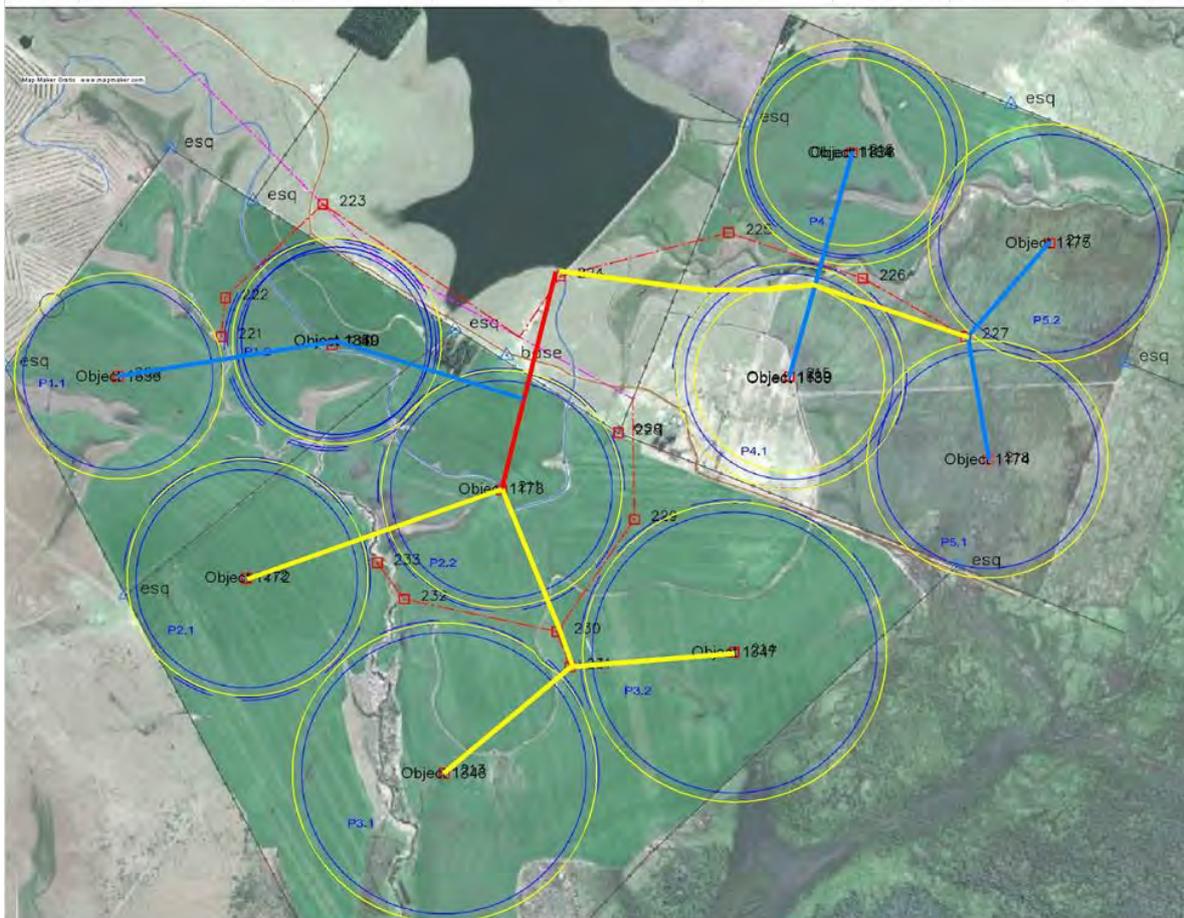
					Hs bombeo:	23.5			
					l-Wob eficiencia:	90%	11%		
Anteproyecto 7 con cañon final							Desperdicio	Netas regadas	
Pivot	Radio	cañon	Has	Posiciones	Has total	mm/dia	m3/hs	Has desp.	Has Netas
P 1	300	30	34	2	68	6.8	97	9	60
P 2	350	30	45	2	91	6.8	129	2	88
P 3	450	30	72	2	145	6.8	205	24	121
P 4	313	30	37	2	74	6.8	105	5	70
P 5	350	30	45	2	91	6.8	129	11	80
			0		0		0	0	0
			0		0		0	0	0
SUBTOTAL			234		469		665	51	418

Consumo Total Agua por m3/dia		6.8	15957
--------------------------------------	--	-----	-------

	Dias		m3
Consumo Total Agua m3 x dias de riego	68		1085087

				90%	
Campo	Rp N°	Has	m3	m3 disp.	m3 cons Pr 1
La Criolla	1	40	1200000	1080000	
			0	0	
			0	0	
Total		40	1200000	1080000	1085087

Cañería



139.7637795

Conducc	m3/h Caudal	m Largo	mm Diam ext	m/seg Velocidad	m Perdida carga	ctd Tubos
1	431	950	355	1.27	4.2	158
2	205	500	250	1.22	3.0	83
3	205	580	250	1.22	3.5	97
4	205	580	250	1.22	3.5	97
5	129	900	250	0.77	2.2	150
6	97	860	200	0.90	3.7	143
7	97	640	200	0.90	2.8	107
8	244	650	250	1.45	5.4	108
9	116	440	200	1.07	2.6	73
10	116	310	200	1.07	1.9	52
11	129	470	200	1.20	3.5	78
12	129	420	200	1.20	3.1	70
13	129	420	200	1.20	3.1	70
TOTAL		7720				1287

Rotacion Pivot Riego		Opcion A	M - T.C./S2°		
Pivot	Has	1	2	3	4
1a	30	Cebada/soja 2°	Maiz	Cebada/soja 2°	Maiz
1b	30	Maiz	Cebada/soja 2°	Maiz	Cebada/soja 2°
2a	44	Cebada/soja 2°	Maiz	Cebada/soja 2°	Maiz
2b	44	Maiz	Cebada/soja 2°	Maiz	Cebada/soja 2°
3a	60	Cebada/soja 2°	Maiz	Cebada/soja 2°	Maiz
3b	60	Maiz	Cebada/soja 2°	Maiz	Cebada/soja 2°
4a	35	Cebada/soja 2°	Maiz	Cebada/soja 2°	Maiz
4b	35	Maiz	Cebada/soja 2°	Maiz	Cebada/soja 2°
5a	40	Cebada/soja 2°	Maiz	Cebada/soja 2°	Maiz
5b	40	Maiz	Cebada/soja 2°	Maiz	Cebada/soja 2°
Total Maiz		174	174	174	174
Total Soja 1°/Sorgo		0	0	0	0
Total Arroz		0	0	0	0
Total Trigo/Cebada		169	169	169	169
Total Soja 2°		169	169	169	169
Total	418	513	513	513	513
Rotacion Secano					
	Has	1	2	3	4
Pot a	50	Sorgo Gran.	Soja 1°	Sorgo Gran.	Soja 1°
Pot b	50	Soja 1°	Sorgo Gran.	Soja 1°	Sorgo Gran.
Pot c	50	Sorgo Gran.	Soja 1°	Sorgo Gran.	Soja 1°
Pot d	50	Soja 1°	Sorgo Gran.	Soja 1°	Sorgo Gran.
Total Soja 1°		100	100	100	100
Total Sorgo Granifero		100	100	100	100
Total Trigo/Cebada		0	0	0	0
Total Soja 2°		0	0	0	0
Total	200	200	200	200	200
Total Agricultura		713	713	713	713

Objetivo

El proyecto tiene como objetivo poner bajo riego 422 has de Maíz, Trigo o Cebada y Soja 2°, para lo cual se tomará agua de la represa que se encuentra dentro del establecimiento, que permitirá abastecer un sistema de riego por aspersión por pivot central.

Ubicación del proyecto

El predio se ubica en el padrón N° 1111 del departamento de Paysandú, ingresando por la ruta N°26 km 56,5, por camino vecinal al sur 10 km. El mismo tiene un superficie total de 1905 has. El padrón es propiedad de Sara Terra.

Fuente de agua

Embalse.

Calidad del agua

En base el análisis fisicoquímico del agua, la misma se clasifica como Clase I, según las normas del MGAP, por tener una CE de 150 uS/cm y un RAS de 0,1 considerándose aptas para riego.

Topografía

En los círculos de riego, la máxima pendiente longitudinal en que se ubicará un pivot es de 3,55 %.

Suelos

Según la carta de reconocimiento de suelos escala 1:1.000.000, las unidades de suelos corresponden a Villa Soriano, San Gabriel –Guaycurú, Banados de Farrapos, Bacacúa, Paso Palmar y Chapicuy.

Los grupos de suelos CONEAT son:

GRUPO	INDICE	PORC.
9.2	74	21.85 %
03.3	96	18.73 %
03.52	53	53.09 %
9.1	61	4.15 %
9.6	101	0.34 %
03.2	131	1.84 %

Parámetros hídricos

De una muestra del horizonte A del suelo del grupo 03.2 se determinó en base al análisis textural, los porcentajes de las fracciones de arena, limo y arcilla.

Arena 6 %

Limo 59%

Arcilla 35%

MO 3,9%

La CC y el CMP, se estiman sobre la base de las fórmulas de A. Silva, Boletín N°10 – Facultad de Agronomía –

$$CC = 21,977 - 0,186(\%Ar) + 2,601(\%MO) + 0,127 (\%Ac) = 35,46 \text{ mm}$$

$$CMP = -2,177 + 0,393(\%Ac) + 1,206(\%MO) = 16,28$$

La profundidad del horizonte A es de 20 cm, densidad aparente de 1,2 y la velocidad de infiltración es de 9 mm/h. El agua disponible, es de $A_d = 19,2 \text{ mm}/10 \text{ cm}$

Necesidades de agua del cultivo

Sobre la base de información nacional y extranjera, podemos estimar los requerimientos del cultivo, en función de la fecha de siembra. La estimación se realiza por el método el Tanque A. En el siguiente cuadro, se presenta la información necesaria para el cálculo y la estimación en mm:

Mes	Evap. Tanque A (1)	Coef. Tanque K (2)	Kc cultivo (3)	Etc diario promedio (4)	Etc mensual promedio (5)
Setiembre	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0
Octubre	4,6	0,7	0,4	1,3	40
Noviembre	5,7	0,8	0,8	3,7	111
Diciembre	7,4	0,7	1,1	5,7	177
Enero	7,9	0,7	1,15	6,4	198
Febrero	6,8	0,8	0,5	2,7	76
Total ciclo					602

- (iv) La información de evaporación de la estación meteorológica más cercana, correspondiente a la ciudad de Paysandú. Los valores son promedios de 30 años.
- (v) Los coeficientes de tanque corresponde a W. Corsi.
- (vi) Los coeficientes de cultivo de para maíz de grano son extractados de FAO N°24
- (vii) y (5) El promedio diario y mensual, para el mes de setiembre, corresponde a la evaporación del suelo, dependiendo del contenido de humedad del mismo.

La demanda promedio del cultivo para los meses de octubre a enero inclusive, es de 526 mm. Las precipitaciones promedios de 30 años, para el período de octubre a enero, son de 362 mm.

Uno de cada 2 años, se requiere una lámina neta suplementaria de 164 mm, considerando una eficiencia de riego del 90 %, la lámina bruta sería de 182 mm en el ciclo del cultivo.

Manejo del riego

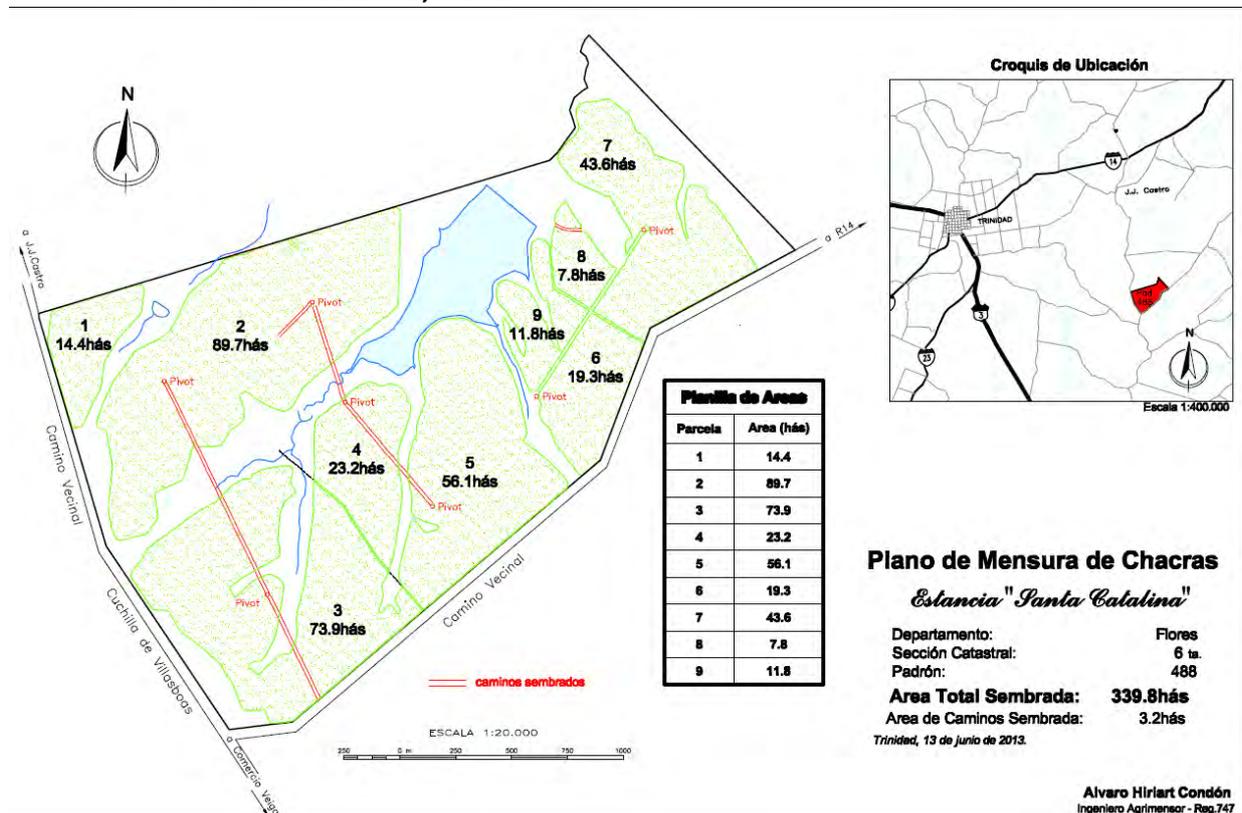
El umbral de riego propuesto para el cultivo de maíz será del 80% del agua disponible a una profundidad radicular de 40 cm, por lo cual la lámina neta de riego será de 16 mm.

Para el método de riego por aspersión con pivot central, se asume una eficiencia del 90 %; por lo cual la lámina bruta de riego será de 17 mm. Para una demanda máxima promedio en el mes de enero de 6,4 mm/día, la frecuencia de riego es de 3 días. La velocidad de infiltración básica del horizonte A de estos suelos, se estima en 9 mm/hora. El riesgo de erosión es moderado a bajo, determinado por la textura del suelo y la pendiente de los mismos. La dirección de siembra será perpendicular a la pendiente, en virtud de que el método de riego, no requiere el desplazamiento del agua por el suelo.

Equipamiento para el riego

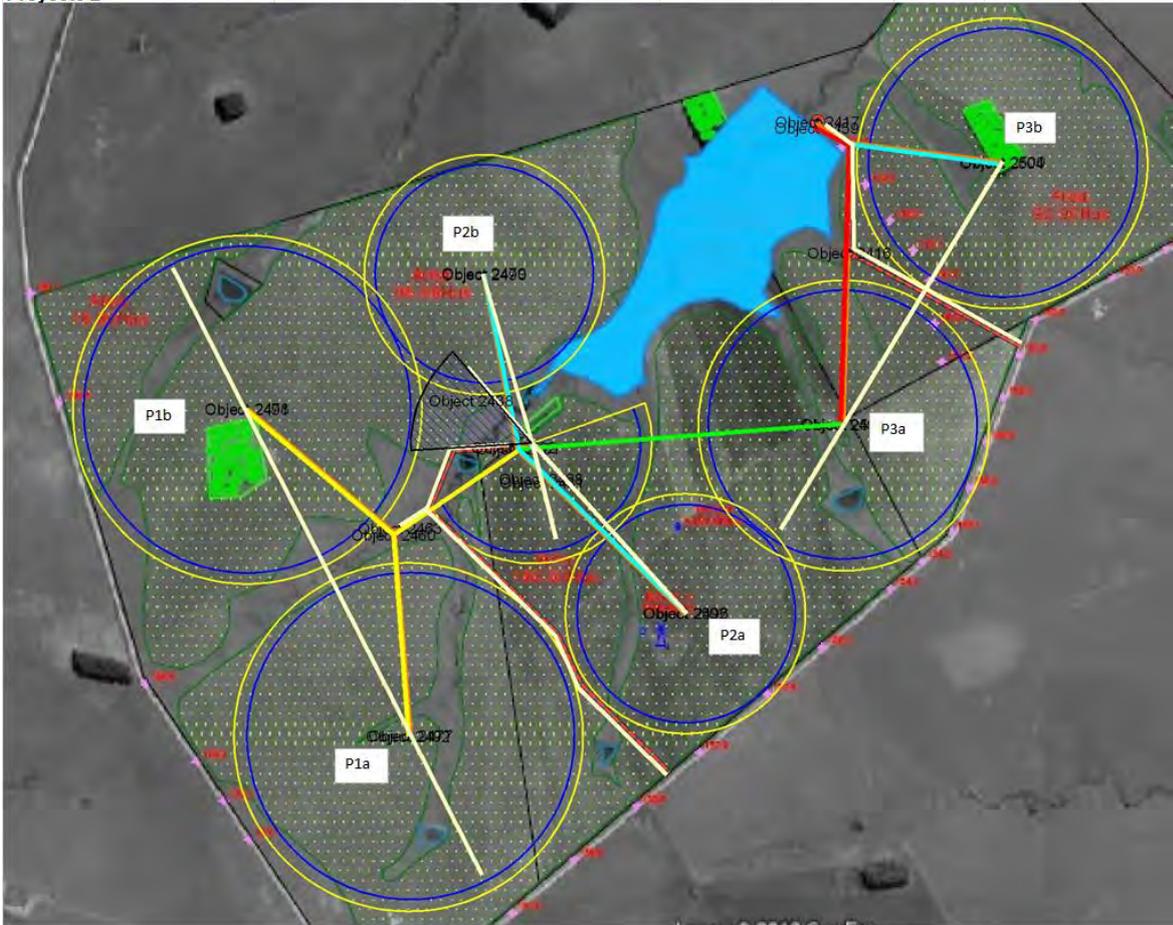
El sistema de riego propuesto es por aspersión, con pivot central transportable.

Establecimiento Santa Catalina, Flores



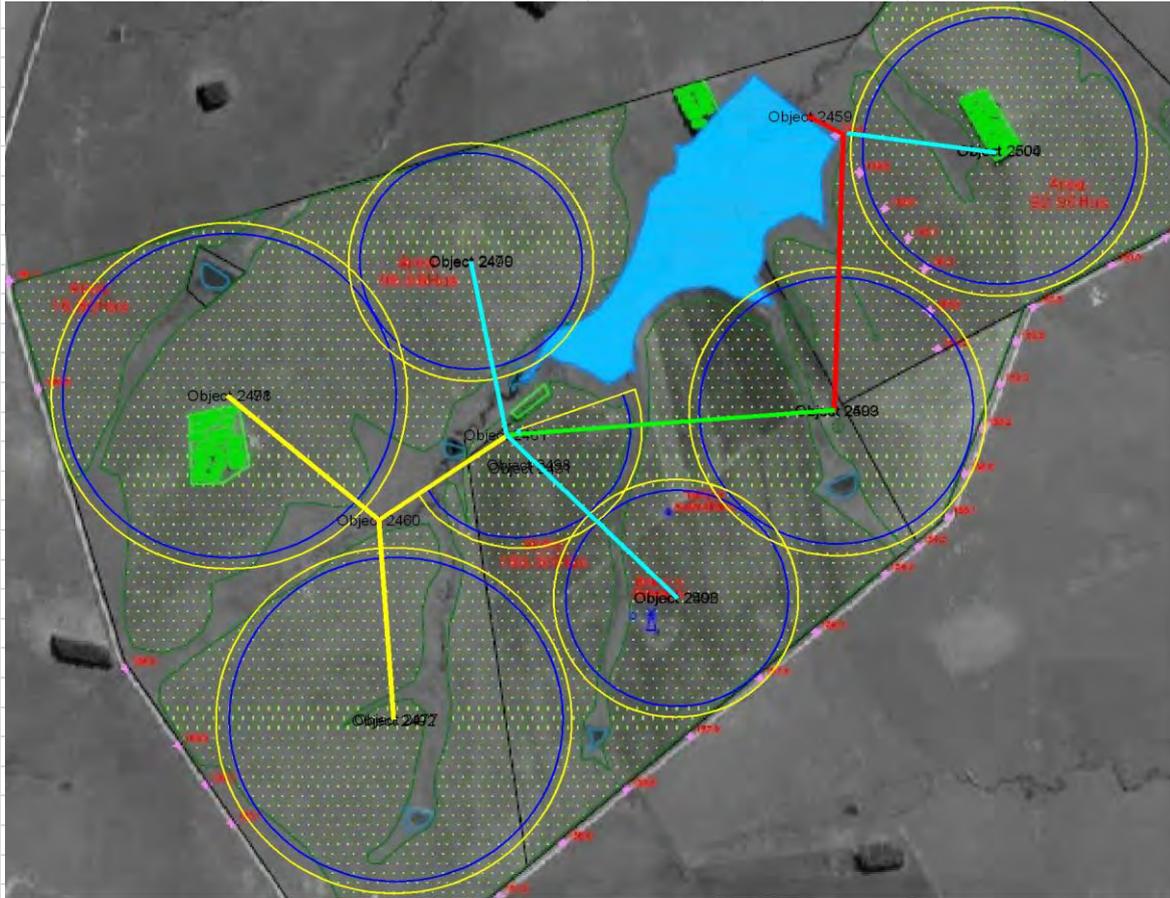
Proyecto Sta Catalina

Proyecto 2



					Hs bombeo:	23.5				
					Wob eficiencia:	90%				
Anteproyecto 2 con cañon final							10%	Desperdicio	Netas regadas	
Pivot	Radio	cañon	Has	Posiciones	Has total	mm/dia	m3/hs	Has desp	Has Netas	
P 1	450	30	72	2	145	6.7	202	19	126	
P 2	300	30	34	2.5	86	10.8	154	3	83	
P 3	370	30	50	2	101	6.7	140	12	89	
			0		0		0		0	
			0		0		0		0	
			0		0		0		0	
			0		0		0		0	
SUBTOTAL			157		331		496	34	297	
Consumo Total Agua por m3/dia						7.6	11899			
					Dias		m3			
Consumo Total Agua m3 x dias de riego					68		809162			
					90%					
Campo	Rp N°	Has	m3	m3 disp.	m3 cons Pr 1					
Sta Catalina	1	36	900000	810000	809162					
			0	0						
Total		36	900000	810000	809162					

Cañería



Conduccion	m ³ /h Caudal	m Largo	mm Diam ext	m/seg Velocidad	m Perdida carga	ctd Tubos
1	496	100	355	1.46	0.6	18
2	496	890	355	1.46	5.1	162
3	140	430	200	1.30	3.7	78
4	356	840	315	1.33	4.6	153
5	154	500	200	1.43	5.2	91
6	154	650	200	1.43	6.7	118
7	154	20	200	1.43	0.2	4
8	202	420	250	1.20	2.4	76
9	202	550	250	1.20	3.2	100
10	202	550	250	1.20	3.2	100
TOTAL		4950				900

JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO DE RIEGO

Dado el régimen aleatorio de ocurrencia de precipitaciones en Uruguay y las características edáficas de los suelos, determinan que aunque la cantidad total de agua de lluvia caída pueda estar por arriba de los 1000 mm/ha/año, igual se producen momentos de stress por falta de humedad, durante los periodos críticos de maduración de los cultivos, como así también de las pasturas, que significan mermas importantes en los rindes de los mismos, tanto en granos producidos como en cantidad de masa verde de forraje, cosa que se ve agravada por supuesto en los años de sequía en forma más que proporcional, dando entonces una variabilidad enorme en los márgenes empresarios obtenidos en los distintos años, el riego daría a la empresa un

piso productivo haciendo que la proyección de ingresos a través de los años sea de una mucho mayor certeza, permitiendo por lo tanto mayor seguridad en los márgenes futuros estimados, quitando en gran medida el factor de imprevisibilidad.

OBJETIVO DEL PROYECTO DE RIEGO

El proyecto de riego planteado tiene como objetivo optimizar el uso del agua disponible, de manera que conjuntamente con un manejo eficiente en términos productivos y económicos, se supere el principal factor de riesgo productivo o limitante, que es la falta de agua en los momentos críticos. La introducción del riego conjuntamente con toda la tecnología acorde, repercutirá positivamente sobre la rentabilidad de la empresa y dándole también un margen de seguridad mucho más alto que el actual.

RECURSOS NATURALES DISPONIBLES

RECURSO SUELO

Conocidas las propiedades físicas del suelo del área a regar (texturas, velocidad de infiltración, capacidad de almacenaje de agua) se ajustara la láminas y las intensidades de precipitación del equipo de riego, como para obtener el mejor resultado.

Los suelos dominantes son vertisol rutico luvico, Brunosoles Eutricos de color negro o pardo muy oscuro, textura franca a franco arcillosa, fertilidad alta y moderadamente bien drenados.

El sistema de riego es por aspersión por medio de pivots centrales trasladables de distintos radios, que riegan dos posiciones cada uno, tipo de aspersores I-Wob con bajadas elásticas, reguladores de presión individuales y contrapesas, los pivots son de propulsión hidráulica, rodados de alta flotación, caños de hierro galvanizado de diámetros 6 5/8" y 8", estructura de hierro galvanizado y automatismos.

Pivots Peridas de carga, TDH, Potencia				I-Wob Eficiencia:		Hs/dia bombeo:		Presion Entrada Pivot			
	m	Pies	m efect.		90%			PSI	PSI	Bares	kg/cm2
Pivot	Largo	Largo	Cañon	Has	mm/dia lamina	m3/h Caudal	Scobey	H.Williams	H.Williams	H.Williams	H.Williams
P 1	450	1476	30	72	6.7	202	37.5	36.7	2.53	2.58	
P 2	300	984	30	34	10.8	154	32.2	28.5	1.97	2.01	
P 3	370	1214	30	50	6.7	140	32.4	28.8	1.98	2.02	
TOTAL		3675				496					

Perdidas de carga			BOMBAS: Potencias, TDH y Caudal							
Pivot mas ramal caños			Con el >TDH							
N°	m3/h Caudal	m Perdida carga	N° Bomba	m Perdida carg:	m3/h Caudal	l/seg Caudal	m TDH	m >TDH final	HP Motor	
P 1a	202	41.8	1	41.8	202	56.1	52	53	66	
P 1b	202	41.8	1	41.8	202	56.1	50	53	66	
P 2a	154	37.0	2	37.0	154	42.7	53	53	50	
P 2b	154	30.5	2	30.5	154	42.7	46	53	50	
P 2c	154	35.5	2	35.5	154	42.7	45	53	50	
P 3a	140	25.9	3	25.9	140	39.0	52	53	46	
P 3b	140	24.5	3	24.5	140	39.0	48	53	46	
	0	16.2	4		202	56.1	30	30	37	
	0	22.9	5		154	42.7	20	20	19	
	0	20.8				0.0	0		0	
	0	20.8				0.0	0		0	
	0	20.8				0.0	0		0	
TOTAL					1501				431	

Tension	380	380	380
Distancia	540	640	480
Conductividad AL	37	37	37
caida de tension	3.0%	3.0%	3.0%
Potencia HP	15	15	15
Potencia Watt	11190	11190	11190
cos phi factor de potencia motor	0.96	0.96	0.96
SECCION en mm2 =	59	70	52

Las Fórmulas utilizadas para los cálculos son:

Formula de Scobey

Se usa principalmente en tubería de aluminio y PVC (da un valor > que Hazen por inc. acc.)

$$P_p = P_n + \gamma(H_f) + \gamma Z_{\text{pivot}} + \gamma dZ_p$$

$$H_f = i * \text{Largo pivot} \quad i = K_s / 387 * V^{1.9} / D^{1.1}$$

P_p = pivot point preassure

i = perdida de carga unitaria en m/m

donde K_s varia de 0.32 a 0.60 P_n = presión mínima deseable al final del pivot en kPa o psi

V = velocidad en m/seg

$\gamma = 0.4333$ para psi/pie o 0.9807 para Kpa/m

dZ_p = es la diferencia de altura entre la base del pivot y la última parte del pivot en el punto más alto del terreno.

Formula de Hazen Williams:

Se usa principalmente en tubería de acero

$$H_f = 1045(Q/C)^{1.852}/ID^{4.857}$$

H_f = Perdida de carga en altura de columna de agua en pies (head)

: $H_f \times 0.4333$ = psi (libras por pulgada cuadrada)

ID = Diámetro interno del caño (en pulgadas)

C = Coeficiente de rugosidad del caño

donde C varia de 100 a 150

a) PVC = 150

b) Aluminio c/accesorios = 145

c) Acero Galvanizado/Cemento = 140

d) Hierro = 100

Q = Caudal (en galones por minuto)

Perdida de carga (Scobey) para PVC en metros por cada metro de tubería (m/m) = $K_c \text{ Scobey} (0.32)/387 \times V$ (Velocidad en m/seg)^{1.9}/(Diámetro interno caño en mm/1000)^{1.1}

Perdida de carga del tramo de caño = Perdida de carga en m/m x largo tubería en m

Perdida de carga tubería + accesorios = Perdida carga tramo x 1.05

TDH (Total dynamic high) Altura dinámica total = Perdida carga de todas las tuberías + accesorios + perdida carga pivot + altura diferencial + altura de bombeo + coeficiente de seguridad

TDH Final = es el >TDH de los pivotes calculados que van juntas en mismo manifold

Potencia bomba en HP = (caudal en l/seg) x TDH en m/(75 x (% eficiencia motor/100) x (% eficiencia transmisión/100)*(% eficiencia bomba/100))

RECURSO AGUA

El agua necesaria para el riego será únicamente la captada del escurrimiento superficial de las cuencas de las represas que se construirán en dicho lugar. Las especificaciones de la obra se detallan por separado. En este capítulo se presenta la información utilizada en cuanto a las variables climatológicas (precipitación, evaporación y evapotranspiración); en la zona del emplazamiento de la presa.

Precipitaciones

Los datos de precipitación considerados en el proyecto corresponden a la estación pluviométrica de Trinidad de la Dirección Nacional de Meteorología, en el período 1961-1990. La precipitación media anual en esta estación para el período en estudio resulta en 1214 mm. En relación a la distribución mensual de las precipitaciones, fue elaborado el ciclo medio anual para el período 1961-1990. En las Tablas 2 y 3 respectivamente se presentan los valores del ciclo medio anual, así como las desviaciones estándar para la precipitación mensual en la zona de estudio.

Tabla 1. Ciclo medio anual de precipitaciones (mm) para la estación de Trinidad

Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
113	88	90	69	81	90	105	107	111	109	117	135

Tabla 2. Ciclo medio anual de desviaciones estándar de precipitaciones (mm) para la estación de Trinidad

Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
54	55	70	55	49	58	68	61	74	85	83	109

Evaporación y Evapotranspiración

La evaporación asignada a la represa fue estimada a partir de los datos medidos de Tanque "A", afectados por un coeficiente de reducción del 70%. En este sentido, fue utilizada la información de la estación meteorológica (DNM) de la ciudad de Trinidad en el período 1961-1990, mediante la cual se obtuvo el ciclo medio anual de evaporación. La Evapotranspiración potencial de las cuencas aledañas a la presa, fue estimada utilizando el mapa de isóneas de evapotranspiración potencial para el Uruguay.

Parámetros Hídricos

Sobre la serie de suelo La Carolina del grupo de suelos CONEAT 10.3, se tomó una muestra del horizonte A, se determinó en base al análisis granulométrico, los porcentajes de las fracciones de arena, limo, arcilla y materia orgánica.

Arena 21.8%

Limo 43.7%

Arcilla 34.5%

MO 5.78%

La CC (capacidad de campo) y el PMP (Punto de marchitez permanente), se estiman sobre la base de las fórmulas de A. Silva, Boletín N°10 – Facultad de Agronomía –

$$CC\% = 21,977 - 0,186(\%Ar) + 2,601(\%MO) + 0,127 (\%Ac) = 37.34$$

$$PMP\% = -2,177 + 0,393(\%Ac) + 1,206(\%MO) = 22.71$$

$$Da \text{ (densidad aparente)} = 1.34$$

$$CC = CC\% \times Da = 50.03 \text{ mm}/10\text{cm}$$

$$PMP = PMP\% \times Da = 30.43/10\text{cm}$$

$$\text{El agua disponible, es } (Ad) = CC - PMP = 19.61 \text{ mm}/10 \text{ cm}$$

$$\text{El Ad para 40cm de suelo explorado es } = (Ad \text{ mm}/10\text{cm} \times 40 \text{ cm})/10 = 78.42 \text{ mm}$$

La razón de tomar los primeros 40cm es que, el 80% de la masa radicular esta hasta esa profundidad, de tomar hasta 60 cm de profundidad estamos agregando otro 18%, del análisis granulométrico de las capas 0:25 y 25:60 tomando el agua útil de ambos estratos sumados hasta la profundidad de 60 cm los datos que arrojan son:

		A1: 0-25	B2: 25-60	
Arena	% Ar	21.80	14.30	
Mat Org.	% MO	5.78	2.88	
Arcilla	% Ac	34.50	57.20	
Densidad Aparente:	Da:	1.31	1.36	
Cap. Campo %	CC%=	37.34	34.07	
Punto marchitez permanente %	PMP %=	22.71	28.13	
Cap. De Campo en mm/10cm	CC% x Da	48.91	46.34	mm/10cm
PMP en mm/10cm	PMP% x Da	29.75	38.26	mm/10cm
Agua Disponible mm/10cm	Ad = CC-PMP=	19.17	8.08	mm
Ad para prof horiz hasta 60 cm prof	Ad x Prof en cm/10 =	47.92	28.29	mm
Ad Total hasta 60 cm prof.			76.20	mm

Por lo tanto tomado solo los primeros 40 cm de suelo los resultados son similares

DISEÑO AGRONÓMICO DEL RIEGO

El sistema de riego se implementara para una superficie de 331 has utilizando 3 pivots de distintos largos en dos posiciones de riego cada uno que regaran la rotación descrita, cada pivot según corresponda en la rotación una posición de Maíz o una posición de Soja 1° o una de Cebada o Trigo seguida de Soja de 2° cada año.

El diseño del riego se hace en base al Maíz, para el cálculo de la lámina de agua a regar, dado que es el cultivo de mayor necesidad y sensibilidad a la falta de agua.

Para lograr maximizar el rendimiento y la calidad del Maíz a cosechar, se requiere satisfacer durante todo su ciclo productivo la evapotranspiración del cultivo (ETc).

A continuación se presenta un balance promedio entre lluvias efectivas y ETc para un cultivo de maíz de estación. En promedio estaríamos en unos 230 mm de necesidades netas de riego durante toda la estación, con un pico máximo en enero de 103 mm.

Tabla 3. Balance promedio entre lluvias efectivas y la evapotranspiración de un cultivo de Maíz.

Mes	PP	PP efectiva	Tanque A	Ktanque	Kc	Etc	Balance
10	109	81	148	111	0.3	33	48
11	117	87	170	127	0.8	102	-15
12	135	101	219	164	1.1	181	-79
1	113	85	228	171	1.1	188	-103
2	88	66	167	125	0.8	100	-34
3	90	67	144	108	0.5	54	13
4	69	52	98	74			

K Tanque = Tanque A x 0.7, **Etc** (Evapotransp. Del cultivo) = K tanque x **Kc** (Coeficiente cultivo), **Balance** = PP efectiva – Etc, PP efectiva = PP (precipitación) x 0.75 (incluye prob. de ocurrencia y efectividad, este coeficiente varía entre 0.7 y 0.85, aquí se toma 0.75)

Los datos para el cálculo de necesidad de riego salen de los datos de estación pluviométrica de Trinidad de la Dirección Nacional de Meteorología, en el período 1961-1990. Los registros de precipitaciones se corrigieron con un coeficiente de probabilidad de ocurrencia de 75% y por un factor de precipitación efectiva; mientras que los datos de evapotranspiración corresponden a los utilizados a través de la ecuación de FAO Penman-Monteith (tabla 3). Los coeficientes de cultivo (K_c) surgen de la publicación de FAO N° 24, Doorembos & Pruitt (1990).

La demanda promedio del cultivo para los meses de octubre a enero inclusive, es de 526 mm. Las precipitaciones promedios de 30 años, para el período de octubre a enero, son de 362 mm.

Uno de cada 2 años, se requiere una lámina neta suplementaria de 164 mm, considerando una eficiencia de riego del 90 %, la lámina bruta sería de 182 mm en el ciclo del cultivo.

Manejo del Riego

El umbral de riego propuesto para el cultivo de maíz será del 60% del agua disponible ($A_d=78.42\text{mm}$) a una profundidad radicular de 40 cm, la lámina neta de reposición (riego) es de 40% del agua disponible = $78.42 \times 0.4 = 31.4$ mm.

Este cálculo surge del punto Parámetros Hídricos 78.42 mm (Capacidad de campo – Punto de Marchites permanente) en los 40 cm de suelo, donde reponemos el 40% del contenido de agua del perfil cada vez que llega al 60% y de esa manera lo llevamos nuevamente al 100%.

Para el método de riego por aspersión con pivot central, se asume una eficiencia del 90 %; por lo cual la lámina bruta de riego será de 31.4 mm.

El 90% de eficiencia tomado aquí para el cálculo (I_{Wob}) si usáramos LDN puede ser menor, si usáramos de impacto (cañón) tiene que ser mayor 70% a 80%.

Para una demanda máxima promedio del Maíz en el mes de enero de 6,4 mm/día, la frecuencia de riego es de 5 días. La velocidad de infiltración básica del horizonte A de estos suelos, se estima en 9 mm/hora.

Esta cifra es una estimación no medida para saber el límite que podemos aplicar de lámina en una pasada sin provocar encharcamiento.

El riesgo de erosión es bajo, determinado por el tipo de aspersores que en este caso son I-wob, por el tipo de siembra que es siembra directa, por la rotación implementada, por la textura del suelo y por la pendiente de los mismos.

La dirección de siembra será perpendicular a la pendiente, en virtud de que el método de riego no requiere el desplazamiento del agua por el suelo, ayudando también esta práctica a disminuir los riesgos de erosión.

PLAN DE USO Y MANEJO DEL SUELO

El problema más importante asociado a la agricultura en el Uruguay es la erosión del suelo. Entre el 60% y el 95% de las pérdidas de materia orgánica de los suelos está asociado a la erosión (Clérici et al., 2004). El principal factor erosivo en nuestro país es el agua y el escurrimiento de tierra que este genera.

En este contexto, la rotación de cultivos busca mediante la alta producción de biomasa (parte aérea y raíces), la alta proporción de residuos y la alta cobertura del suelo durante la mayor parte del tiempo posible, obtener un balance de carbono positivo y controlar la degradación y erosión del suelo. Nosotros al incrementar la producción y por ende la MS/ha lograda mediante el uso de riego, estamos impactando directamente en este proceso.

Se estimó mediante la ecuación de pérdida Universal de suelo USLE/RUSLE la pérdida de suelo para distintas rotaciones. Para ello se utilizó el programa Erosión 6.0 desarrollado por la Cátedra de Suelos y Aguas de la Facultad de Agronomía de la Universidad de la República. Se probó la rotación propuesta para el área bajo riego que se describe a continuación:

Rotación de agricultura según secuencia:

Maíz – Soja 1° - (Cebada o Trigo)/Soja 2° - Maíz

Utilizando dicho programa, la rotación programada da por debajo de la tolerancia de pérdida de suelo, para las series de suelos predominantes del establecimiento (todos los cálculos dan por debajo de las 7 toneladas por ha año).

Tratando de conjugar la mayor renta en la rotación de cultivos bajo riego con la conservación de suelos, es que se desarrolló y planteó una rotación acorde. Es de tener en cuenta que para el objetivo de este informe, la profundidad de estos estudios es suficiente.

Para el caso 1 utilizando el programa de cálculo de Erosión 6.0 de la de la FA-UDELAR, tomando un supuesto de 3% de pendiente sobre serie La Carolina y una longitud de 300m, con cultivos en corno y siembra directa, arroja un resultado de pérdida de 6.0 ton/ha, es de aclarar que la pendiente de cálculo y su longitud, es superior al promedio de pendientes y sus largos del establecimientos, la rotación propuesta se repite siempre, pero aquí se le da una longitud de 3 años. Este resultado de 6.0 ton/año es menor a la tolerancia de 7 ton/año, con lo cual todos los otros casos del campo quedan por debajo de esta tolerancia

Resultado: $A = R(683) \times K(0.220) \times L(2.250) \times S(0.354) \times P(0.900) \times C(0.056) = 6.0 \text{ Mg/ha}$.

Factor R: Erosividad de la Lluvia
 Localidad: Durazno Ingresar el Factor Manualmente **Factor R**: 683

Factor K: Erodabilidad del Suelo
 Unidad / Suelo: La Carolina; Vertisol Ruptico Luvico Fr (Oto. e Inv.) Ingresar el Factor Manualmente **Factor K**: 0.220
 Rango de Gradientes asociado a la unidad: 2 - 5

Factor LS: Longitud y Gradiente de la Pendiente
 Gradiente: 3 Relación de erosión: Mixto
 Longitud (Mts.): 300
Factor L: 2.250 **Factor S**: 0.354 **Factor LS**: 0.797
 Nota: si se construyen terrazas, la longitud de la pendiente es la distancia entre terrazas

Factor P: Práctica Mecánica de Apoyo
 Aplica práctica mecánica de apoyo? **Factor P**: 0.9
 Aplica, ingresar factor manualmente

Factor C: Uso y Manejo
 Ingreso del Factor: 0.056
 Selección Tipo de Sistema: Componentes

Resultados Generales del Caso

Resultados

Título Caso 1 San Francisco pendiente 3%.ER6

Localidad: Durazno

Duración: 3 años

Factor R: 683 Factor erosividad promedio anual (Julios/ha)

Factor K: 0.220 Factor de erodabilidad del suelo (Mg/Julio)

Factor P: 0.900 Factor práctica mecánica de apoyo

Factor L: 2.250 Factor longitud

Factor S: 0.354 Factor gradiente

Factor L.S: 0.797 Factores topográficos

Factor C: 0.056 Factor uso y manejo

Tolerancia: 7 Mg/ha/año de pérdida de suelo

EROSION ANUAL ESTIMADA, en Mg/ha : 6.0 **0.9 veces la tolerancia**

EROSION VERSION 5 - INFORME DE RESULTADOS

Caso CASO 1 SAN FRANCISCO PENDIENTE 3%.ER6

DATOS GENERALES

Duración de la Rotación 3 Años

Localidad Durazno

Unidad / Suelo La Carolina; Vertisol Ruptico Luvico Fr (Oto. e Inv.)

Tolerancia 7 Mg/ha/año de pérdida de suelo

Longitud de la Pendiente 300 Mts.

Gradiente de la Pendiente 3

Relación de Erosión Mixto

Practica Mecánica de Apoyo Aplica, Factor P ingresado manualmente

Porc. Cubierto por Pastura 0

Forma de Calculo Factor C Por Componentes

Tipo de Sistema

Sistema

FACTORES

Factor R 683 Factor Erosividad Promedio Anual (Julios/ha)

Factor K 0,000 Factor de Erodabilidad del Suelo (Mg/Julio)

Factor P 0,001 Factor Práctica Mecánica de Apoyo

Factor L 0,002 Factor Longitud

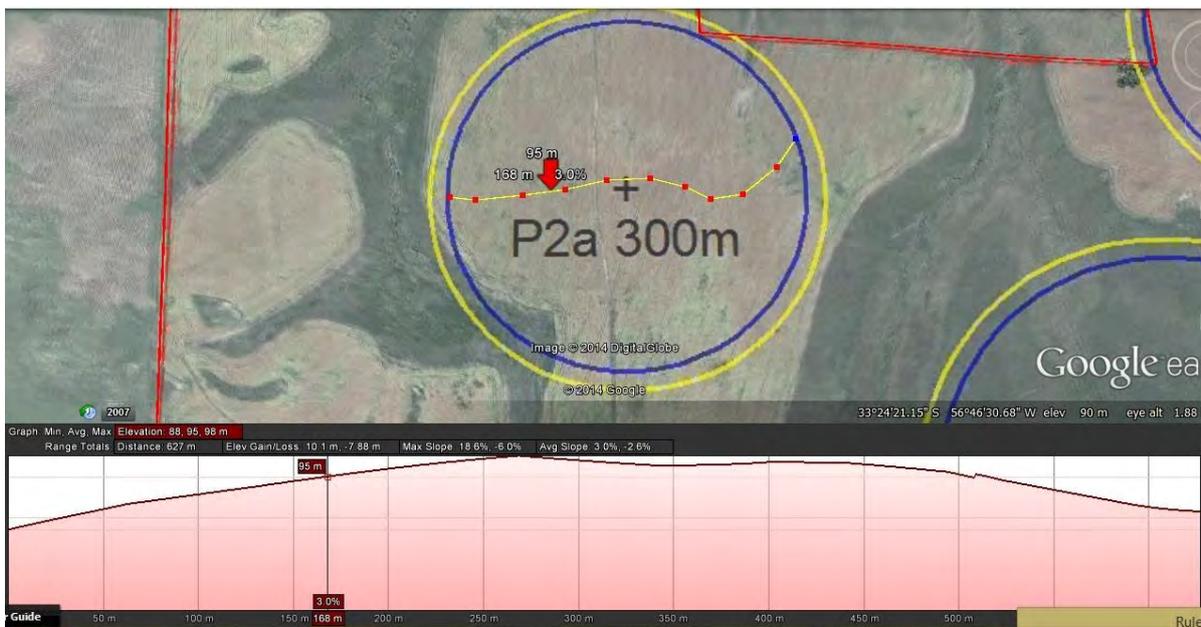
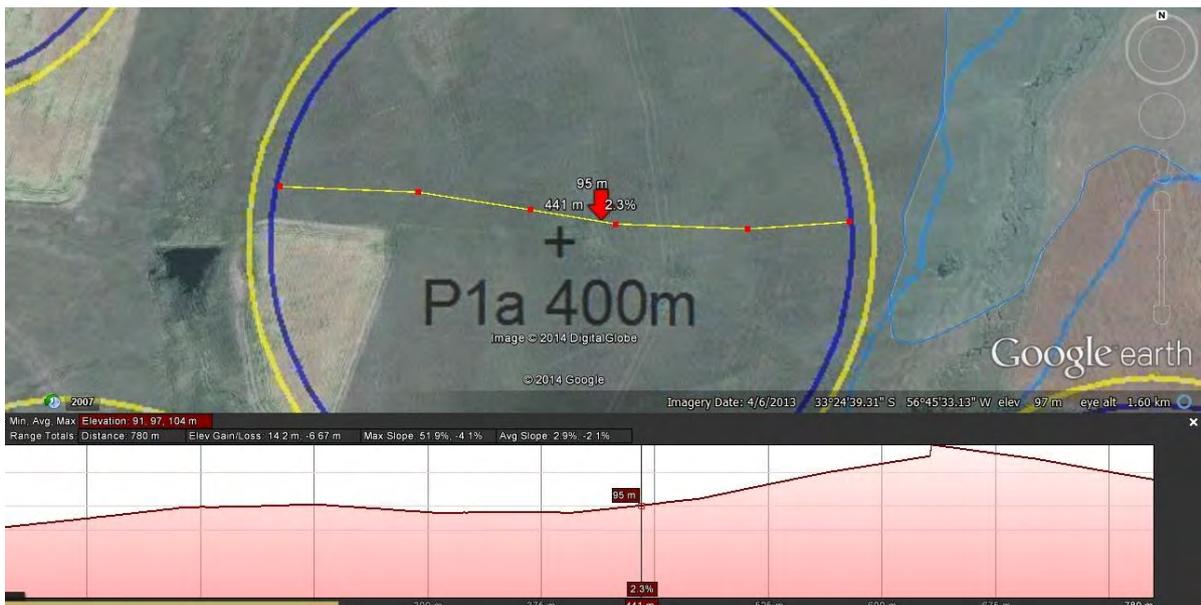
Factor S 0,000 Factor Gradiente

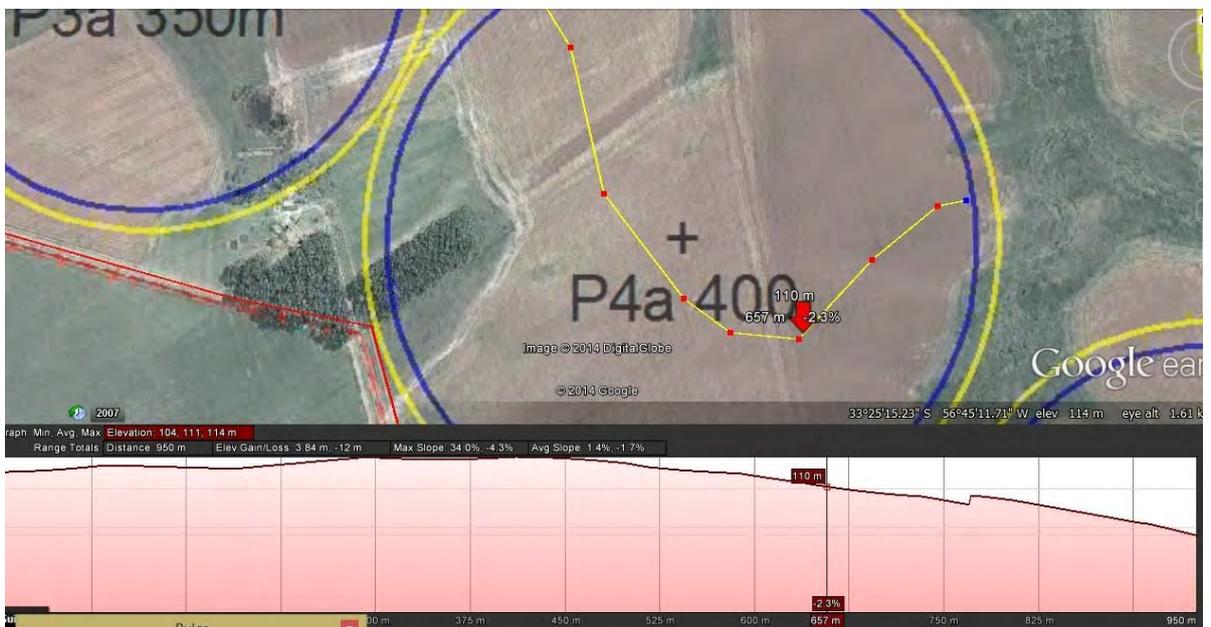
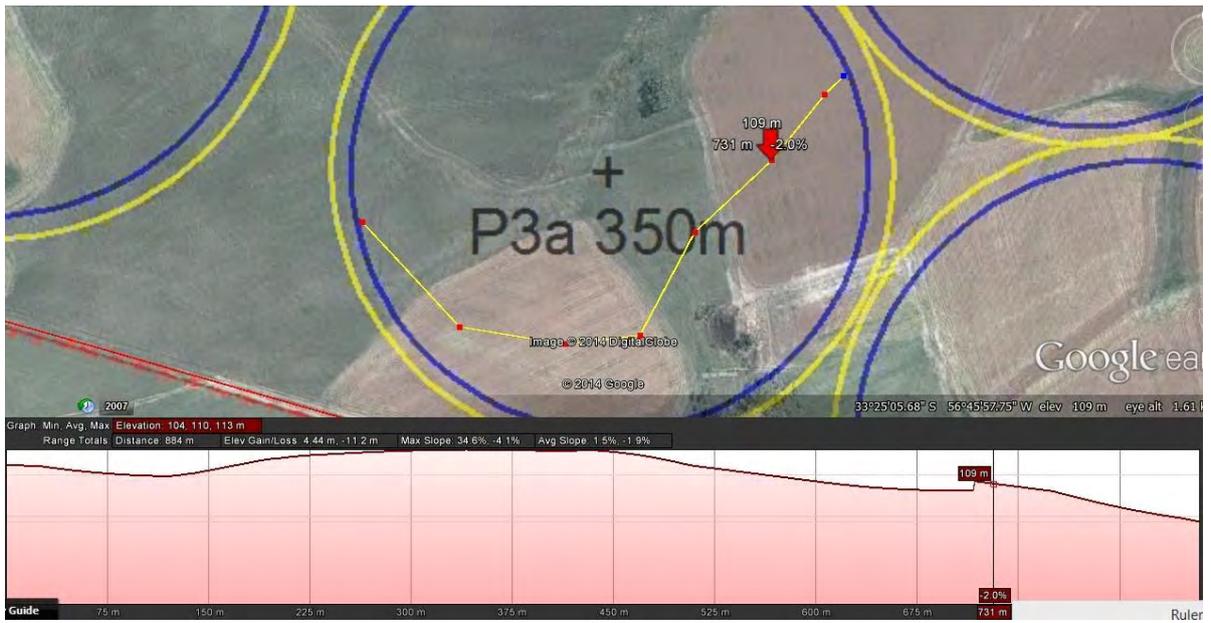
Factor LS 0,001 Factores Topográficos

Factor C 0,000 Factor Uso y manejo

EROSION ANUAL ESTIMADA 06 Mg/ha.

Pendientes promedio en la superficie regada





La pendiente máxima de longitud mayor a 10m medida bajo riego es de 4.0%

4. Integrantes del equipo de Bearing Agro S.A.:

Jorge Francomano

Ingeniero en Producción Agropecuaria, Agronegocios de la Pontificia Universidad Católica Argentina. Country Manager de MSU Agro S.A., posición que supone el armado y ejecución de agronegocios en Uruguay, cumpliendo con las normas de la empresa, los tiempos de ejecución y la proyección financiera de los mismos, tanto en campos propios como de terceros. Gerenció una superficie de cultivos sembrados mayor a 40.000 has, liderando un equipo de profesionales y personal medio mayor a 50 personas. Estuvo al frente de la compra de tierras para un fondo institucional, las cuales se desarrollaron todas para usos agrícola, ganadero y arrocero. Se desempeñó como Gerente de Producción en Bichadero S.A., una empresa agropecuaria de importante escala, con varios rubros de producción (agricultura, ganadería, cabaña de reproductores de la raza Hereford y Polled Hereford, tambo).

Perfil profesional:

Larga experiencia en agronegocios, tanto en los sectores de producción como en el comercial. En la R.O. del Uruguay desarrolló desde sus inicios un negocio de producción agrícola, manejando bajo administración una superficie de cultivos sembrados mayor a 40.000 has, liderando un equipo de profesionales y personal medio mayor a 50 personas. También estuvo al frente de la compra de tierras para un fondo institucional, las cuales se desarrollaron todas para usos agrícola, ganadero y arrocero.

En la actualidad sigue vinculado a los agronegocios gestionando fondos de inversión dedicados a la producción de campos propios y de terceros.

Excelentes cualidades para la comunicación y el análisis. Fluidez para el inglés y el español (nativo).

Objetivo:

Continuar el desarrollo en los distintos sectores de los agronegocios, tanto en las áreas de producción y comerciales como de servicios a empresas ligadas al sector agropecuario.

EDUCACION:

Terciaria: Universidad Católica Argentina "SANTA MARIA DE LOS BUENOS AIRES", Facultad de ciencias agrarias (1990-1994)

Título: Ingeniero en Producción Agropecuaria

Secundaria: Colegio salesiano "Don Bosco" de Bahía Blanca (1977-1983)

Título: Bachiller nacional

IDIOMAS:

Inglés: Fluido. Oral y escrito.

Asociación Cultural Inglesa de Bahía Blanca (1983-1988)

EXPERIENCIA PROFESIONAL:

Marzo 2013 a la fecha: AGRA CORPORATION (www.agra.com.uy)

Administración de inversiones en agronegocios en el Uruguay y Paraguay. Agra Corporation se centra en la prestación de servicios de gestión de la producción agrícola para inversores institucionales, family offices y grandes patrimonios particulares con interés en invertir en la agricultura y negocios de desarrollo de tierras para cultivo en Uruguay y Paraguay.

Posición y/o cargo: Socio y COO.

Abril 2004 – Dic 2012: MSU AGRO S.A. (www.msu.com.ar)

MSU es una empresa que se dedica a la producción agropecuaria en Argentina, Uruguay, Paraguay y Brasil con proyección de crecimiento hacia otros países de Sudamérica, tanto en campos propios como de terceros. También MSU es el administrador de Santa Juana Ltd., una compañía de tierras con activos en Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, que permite a los inversores obtener una renta operativa anual y estar expuestos a la apreciación de los commodities y de sus inversiones en tierra.

Posición y/o cargo: Country Manager R.O. del Uruguay

Tareas y responsabilidades principales: Participar y dirigir el armado y ejecución de agronegocios en la R.O del Uruguay, cumpliendo con las normas de la empresa, los tiempos de ejecución y la proyección financiera de los mismos.

- Etapa de Análisis (precampaña): detección de oportunidades de negocios, evaluación de compra y/o arriendos de campos, análisis de factibilidad productiva y financiera de los mismos
Armado del plan de negocios anual, presupuesto y financiación del mismo.

Confección de plan de siembras, tecnología a aplicar, estrategias productivas.

-Etapa de ejecución del plan de negocios (campaña): aspectos legales del mismo, armado de equipos de trabajo para todas las áreas de la empresa (liderazgo y conducción de RR.HH.), búsqueda, selección y negociación con proveedores y clientes, posición comercial de la campaña.

Seguimiento de plan de siembras, evolución de cultivos, control de los avances de los trabajos agrícolas.

- Supervisión de logística de insumos

- Participación en la definición de los distintos presupuestos.

- Supervisión de la estructura financiera de la campaña.

- Análisis y control del presupuesto para detectar posibles desvíos y/o ahorros.

- Armado de informes/reportes de campaña (proyección del negocio)

- Control de gestión ex ante

-Etapa de cierre (fin de campaña): supervisión de logística de granos

- Supervisión de cumplimientos de contratos, cobranzas y pagos.

- Armado de la gestión post campaña

Enero 1998 – Marzo 2004: BICHADERO S.A.

Establecimiento "Bichadero", empresa agropecuaria de larga trayectoria en la Rep. O. Del Uruguay, ubicado en la localidad de Young, Dpto. de Río Negro.

Posición y/o cargo: Gerente de producción

Tareas y responsabilidades principales: Gerenciamiento productivo de un establecimiento agropecuario con una superficie de 7186 has. en el cual se realizaban diferentes actividades.

Agricultura: cultivos para grano de invierno y verano, cultivos forrajeros y silos, todo con un manejo de los mismos en siembra directa.

Ganadería: de ciclo completo de la propia producción y compra a terceros, con base pastoril sobre praderas artificiales y verdes, incluyendo suplementación estratégica de granos húmedos de maíz y sorgo.

Cabaña: de reproductores de la raza Hereford y Polled Hereford, con venta de los mismos en el establecimiento y en exposiciones de la raza.

Tambo: de gran escala, con ventas de excedente de vaquillonas SH. Manejo de alta tecnología en nutrición y aspectos reproductivos.

1996 – 1997: OLEAGINOSA MORENO HNOS. SACIFI y A. (www.omhsa.com.ar)

Empresa agroindustrial de fuerte arraigo en la Rep. Argentina, con larga trayectoria en el servicio de acopios y exportaciones de derivados (aceites y harinas de granos).

Posición y/o cargo: Operador Comercial de la mesa de negocios de Oleaginosas, Cereales, Fertilizantes y Subproductos

1995 – 1996: CARGILL S.A.C.I. – DIVISION SEMILLAS (www.cargill.com.ar)

Posición y/o cargo: Ayudante de campo en departamento de desarrollo de semillas

1990 – 1992: ARRECHEA HARRIET S.C.A.

Posición y/o cargo: Control cosecha

1984 – 1988: SOCIEDAD RURAL DE BAHIA BLANCA

Posición y/o cargo: Secretario de jurado en las exposiciones de Agroindustria

CURSOS Y SEMINARIOS:

2. “Taller de Fitopatología vegetal” – Dupont Agro
Disertante Ing. Marcelo Carmona – UBA
Colonia (Uruguay), Abril 2012
3. “Programa de Agro negocios de la UBA” , Convenio UBA-ADP
Dolores (Uruguay), año 2006
4. “Manejo del cultivo de soja para el litoral Argentino” Disertante Ing Juan J. De Battista -
INTA Concepción del Uruguay (Entre Ríos), Mayo de 2004.
5. “Siembra directa y su impacto en la empresa agrícola – ganadera” AUSID (Asoc. Uruguayaya
de Siembra Directa) - Soriano (Uruguay), Abril de 2001.

6. "Análisis Patrimonial y de Resultados de las Empresa Agropecuarias". Convenio Asociación Argentina de Consorcios Regionales de Experimentación Agrícola (AACREA) - Banco Río.- Buenos Aires, Mayo de 1994.
7. "Sistemas Conservacionistas de Producción " Fundación Producir Conservando - Buenos Aires, Abril de 1993.

REFERENCIAS:

MSU AGRO S.A.

Sr. Manuel Santos Uribelarrea - Ing. Agr. Ignacio Luis Ledesma

Tel: +54 11-4319 7900 / Cel: +54 11-1557513700

Cerrito 1266 piso 11 (Capital Federal, RA)

BICHADERO S.A. / ARRECHEA HARRIET S.C.A.

Ing. Agr. Orlando Arrechea Harriet (h)

Tel: +54 291-4540869 / Cel: +54 291-156422222

Bahía Blanca CP 8000 (Buenos Aires, RA)

OLEAGINOSA MORENO HNOS. SACIFI y A.

Dr. Juan Roberto Cafasso

Tel: +54 291-4591100

Paunero 280, Bahía Blanca CP 8000 (Buenos Aires, RA)

CARGILL S.A.C.I. – DIVISION SEMILLAS

Ing. Agr. Rubén Manzotti

Tel: +54 462-434069/70

Ruta 8 km 370 Venado Tuerto (Santa Fe, RA)

LAS CINCO HERMANAS S.A.

Sra. Maria Elena Elicegui

Tel: +54 11-48123993 / Cel: +54 2392-15613540

Libertad 1245 3 piso Dpto A (1012) (Capital Federal, RA)

Ricardo Alberto Kosterlitz

Ingeniero Agrónomo de la Universidad Nacional de Buenos Aires. Especialización en agricultura en la Universidad de San Andrés, Argentina. I.A. San Diego, diseño de Pivotes y sistema linear. Ex consultor de C.R.E.A. Cnel. Suárez-La Madrid y Concordia Sur. Consultor en diseño y desarrollo de proyectos de riego. Socio y gerente de E.P.A. S.A. agropecuaria. Consultor privado

en producción de cultivos, ganado y administración de campos. Socio de Green (Consultagro S.A.), Abrenty S.A. y C.D.U. S.A.

Experiencia	2009-2015	Director y Socio Consultagro S.A.	Montevideo, Uruguay
		Diseño e instalación de Equipos de Riego Mecanizado	
	20013-2015	Asesor Bearing Agro S.A.	
		Manejo de cultivos bajo riego y uso de equipos de Pivot Central	
	2008-2015	Director y Socio Abrenty S.A.	Montevideo, Uruguay
		Administración Agropecuaria	
	1976–2015	Asesor Privado	Cnel Suarez, Argentina
		Asesor y Administración Agropecuaria	
	1991–2015	Asesor Privado	Cnel Suarez, Argentina
		Diseño e instalación Equipos de Riego Mecanizado	
2001–2015	Director Emp. Prod. Agrop. S.A.	Cnel Suarez, Argentina	
	Producción bajo riego y secano		
1991–1998	Dirección Técnica	Golf, Polo Club C. Suarez	
	Dirección Técnica Construcción Greenes, lagunas, drenaje fairways y greenes, instalación de riego en greenes y fairways.		
Asesor 1978-1979	CREA Concordia Sur	Concordia, Argentina	
Asesor 1976–1980	CREA Cnel Suarez	Cnel Suarez, Argentina	
Estudios	2005	Universidad de San Andrés Buenos Aires	
		▪ Agronegocios	
	1998	The American Irrigation Association, San Diego, CA, USA	
		▪ Diseño de sistemas de riego por Pívorot y lineales	
	1997	INTA Pergamino Pergamino, Argentina	
		▪ Metodología para determinar cuándo y cuánto regar	
	1997	INTA, Centro Reg.BA sur Cnel Suárez, Argentina	
		▪ Jornadas Ecofisiología Trigo y Girasol	
	1995	AAG, Dr James Beard, Buenos Aires, Argentina	
		▪ Manejo de Césped y técnicas construcción Canchas de Golf y Otros campos deportivos.	
1976	Universidad Nacional de Buenos Aires Bs. Aires, Argentina.		

- Ingeniero Agrónomo Orientación Producción Agropecuaria.

Javier Olave

Javier Olave es un ingeniero agrónomo con gran experiencia que trabajó durante 3 años como Supervisor Regional de El Tejar (uno de los más grandes jugadores de la agricultura regional), con 11.000 hectáreas de superficie agrícola bajo su supervisión directa. Antes de eso, durante 10 años estuvo a cargo de varias fincas agrícolas en Uruguay, incluyendo algunos inmuebles propiedad de inversionistas extranjeros de Holanda y Argentina. También tiene experiencia en el sector forestal. Javier recibió su licenciatura de la Universidad Católica de Uruguay y se graduó en el Programa de Formación de Agricultura de postgrado (MAST) de la Universidad de Minnesota en 2003.

Marcos Marin

Marcos Marin tiene una gran experiencia en finanzas corporativas, estrategia y espíritu empresarial en las áreas de agricultura, alimentación, servicios financieros y tecnología de la información aplicada. Marin estudió Economía en la Universidad de la República en Uruguay, posee un MBA y una maestría en estudios en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella (Argentina). Ha realizado diversos cursos de especialización de ejecutivos en Finanzas y Estrategia en Harvard Business School (EE.UU.) y programas de postgrado en gestión de agronegocios y comercio internacional. Marín creció en el negocio de la agricultura, en el cual ha estado estrechamente involucrado a lo largo de su vida.

Clemente Puig

Clemente Puig es un agrónomo con más de 10 años de experiencia en gestión de operaciones de agricultura. Trabajó para Cosechas del Sur, una empresa argentina en Uruguay, estando a cargo de varias fincas en la región sur-oeste de Uruguay. Clemente también trabajó en New Zealand Farming Systems de PGG Wrihston durante las primeras etapas de su desarrollo en Uruguay. Obtuvo su licenciatura de la Universidad de la República en Uruguay. Clemente también viene de una familia de agricultores de varias generaciones. Su padre era un ex alto funcionario del Ministerio de Agricultura en Uruguay.

Ignacio Baglietto

Es Ingeniero Industrial egresado en 1998 con medalla de honor del Instituto Tecnológico de Buenos Aires y Master en Finanzas egresado en 2004 de la Universidad Torcuato Di Tella. En el inicio de su carrera profesional trabajó en el área de Corporate Finance de Citibank Argentina y luego en la dirección de Participadas y Nuevos Negocios de Telefónica de Argentina. En el año 2003 co-funda la empresa Agropecuaria del Litoral S.A. firma dedicada a la producción agropecuaria en el litoral oeste de la República Oriental del Uruguay. Con más de 10.000 hectáreas de producción de cultivos por año tanto sobre campos propios y arrendados y con una fuerte presencia de cultivos bajo riego ADL es una de las empresas de punta en el sector. Desde el inicio de la empresa se desempeña como CEO de esta compañía.

Carlos O'Brien

El Sr. O'Brien tiene un título en Economía y Contabilidad como así también en Agricultura, ambos de la Universidad De La República in Uruguay. Es socio de Consultagro S.A. y además en los últimos 5 años ha trabajado supervisando y asesorando proyectos agrícolas. Al mismo tiempo el Sr. O'Brien es director de una empresa familiar dedicada a la producción agropecuaria en campos propios.

Carlos Stirling

El Sr. Stirling se graduó de Ingeniero Agrónomo en la Universidad de la República. Durante sus estudios y posteriormente se dedicó plenamente a la actividad agropecuaria en Uruguay, especialmente a la zona oeste, haciéndose cargo de diversos establecimientos y manejando hectáreas bajo riego.

Enrique Garbino

El Sr. Garbino posee un título de Contabilidad y Economía de la Universidad de la República, Uruguay. Además de ser socio de Consultagro, es también un socio local de AUREN, una firma internacional de auditoría con casa central en Madrid. En los últimos 7 años trabajó como consultor internacional en asesoramiento impositivo proveyendo de elaboradas soluciones a sus clientes para protección de su capital. Como la tierra en Uruguay ha tomado protagonismo en las inversiones extranjeras, ha adquirido amplia experiencia en el rubro agropecuario y se convirtió en unos de los brokers líderes. Así mismo tiempo el Sr. Garbino es el inversor principal en diversos desarrollos agropecuarios.

Michael Stewart

El Sr. Stewart tiene más de 18 años de experiencia en el mercado trading, structuring y private equity especializado en Latinoamérica. Fundó Bearing en 2001 para adquirir, mantener y financiar las inversiones en energía, commodity e infraestructura. Cuenta con importantes relaciones globales en el mundo de las finanzas y e inversiones internacionales. Anterior a Bearing, Michael Stewart trabajó en Sumitomo Bank, Smith Barney y Salomon Brothers como responsable de financiación en los mercados emergentes. El Sr. Stewart posee y administra las operaciones de sus propios campos en Uruguay desde 2007. Michael Stewart posee un título del Columbia College de la Universidad de Columbia, ciudad de Nueva York.

Robert Spatz

El Sr. Spatz lideró recientemente un fondo de Global Arbitrage en Deutsche Bank Nueva York. Tienen más de 18 años de experiencia creando inversiones en los mercados emergentes. Antes de unirse a Deutsche Bank en 2007, Sr. Spatz ya era socio fundador de Bearing Capital invirtiendo en commodities e infraestructura en Latinoamérica. Antes de Bearing fue un senior member de Credit Suisse First Boston strategic transactions group; participó y concretó una de los más grandes operaciones de financiación a través de un Fideicomiso. Tienen un título en Matemática y Economía de Hamilton College.

Francisco R. Pitt

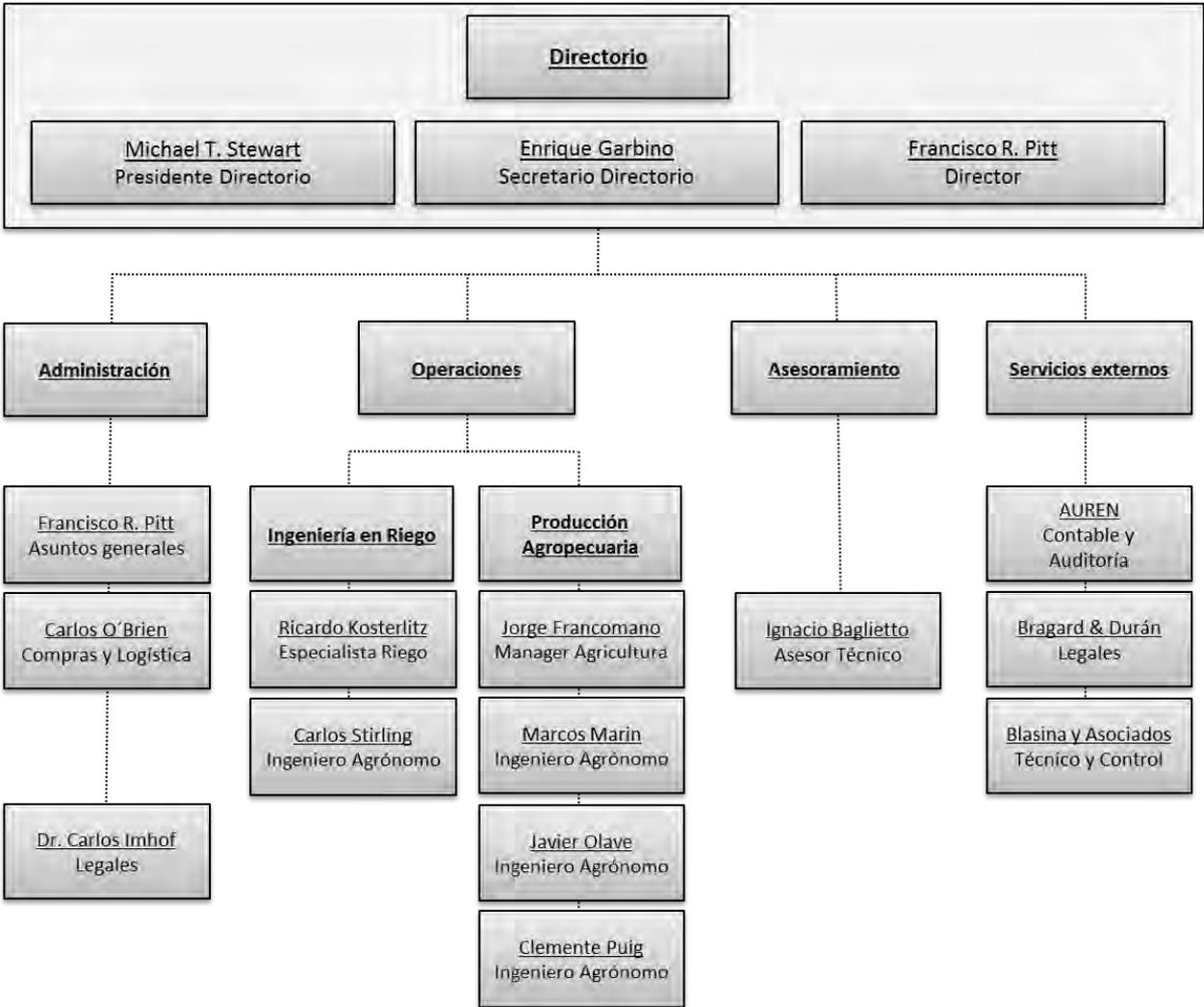
El Sr. Pitt posee un título en Administración de Empresas de la Universidad del Salvador, Buenos Aires, Argentina. En 2003 se unió a Cornejo & Asociados, una empresa destinada a la

localización de activos de oportunidad en el mercado inmobiliario. Posteriormente se encargó del desarrollo de canales de comercialización para Kraft Argentina en el mercado de consumo masivo. El Sr. Pitt se unió a Bearing Partners en el año 2009 en el área de desarrollo de proyectos de inversión. Él y su familia han administrado sus campos por más de 10 años.

Juan José Pol

El Sr. Pol tiene un título de Contador Público de la Universidad de la República (Montevideo-Uruguay). Posee más de 15 años de experiencia en banca corporativa y comercio exterior, estructurando financiamientos locales y regionales, focalizados a la realización de negocios en Uruguay, Argentina y Brasil. Tiene importantes relaciones internacionales en la Banca Corporativa de la región. A partir del año 2004 comenzó a comprar y arrendar tierras en Uruguay, realizando diversos tipos de explotaciones agrícolas y ganaderas. Desde su inicio se integra en Bearing Agro como inversor y asesor. Anteriormente trabajó en el Banco de Boston y Banco Santander en el área de Banca Corporativa y Comercio Exterior, como responsable del Departamento.

Estructura Organizacional de Bearing Agro S.A.



Proyectos de Riego realizados en Uruguay desde el 2008 al 2015

N°	Nombre	Ctd Pivots	N°	Nombre	Ctd Pivots
1	Arroyo Timote	5	33	La Palma Young	4
2	33 Orientales	1	34	La Pradera	2
3	Belastiqui	1	35	La Pradera Soriano	3
4	Beracchi en Melo	10	36	La Rabida	1
5	Carrere	2	37	La Reserva	9
6	Cerro Largo	14	38	La Rosada	4
7	Cerro Mulero	3	39	Las 3 Marias	4
8	Clara	4	40	Las Cecilias	3
9	Colonia Palma UAG	2	41	Las Chilcas	2
10	Colonia Puerto Blanco	3	42	Los Olivos	2
11	Corrales	7	43	Maria Dolores	4
12	Dimu	3	44	Monzon de Janpel	12
13	Don Juan de Thurm	6	45	Nueva Mehlem	38
14	Don Poro	6	46	Paraje Larrañaga	2
15	Durazno A	4	47	Paso del Palmar	2
16	Durazno de Irlanda	3	48	Paysandu 500	3
17	Durazno de Janpel	6	49	Pto Blanco Colonia	3
18	El Ñandu	4	50	Quines	2
19	El Remanso	8	51	Ruta 20 Milberg	19
20	El Retorno	3	52	Saiza	2
21	El Tabare	3	53	Salto	3
22	Embrion del Paraiso	3	54	San Alberto	3
23	Fripur	7	55	San Bautista	1
24	Furlong	6	56	San Francisco de Janpel	6
25	La Cercana	5	57	San Francisco UAG	4
26	La Coqueta	7	58	San Gabriel	5
27	La Coqueta Alternativo	2	59	San Jose	5
28	La Criolla	5	60	San Juan	2
29	La Guarida	3	61	San Luis UAG	4
30	La Lombardia de Janpel	9	62	San Ramon de Janpel	5
31	La Martita	4	63	Sta Beatriz	2
32	La Palma Paysandu	16	64	Santa Catalina	3
			65	Sta Graciana de Janpel	10
			66	Sta Lucia	1
			67	Santa María	3
			68	Sta Paula	2
			69	Symonds	5
			70	Monzon Bearing Agro	9
			71	Villa del Carmen	4
			72	Villa Irene	6
			73	Yaguari UAG	4
			Total Pivots		373

	Realizado
	Solo proyecto, ejecución realizada por otra empresa
	Proyecto completo, ejecución en proceso

Pivots Instalados Por Consultagro

Fripur	7
Sta Maria	3
Sta Catalina	3
La Criolla	5
La Lombardia	9
San Ramon	5
Monzon	12

SubTotal	44
-----------------	-----------

Pivotes a Instalar por Consultagro

San Francisco	6
Sta Graciana	10
Monzon Bearing Agro	9

SubTotal	25
-----------------	-----------

Total 2015	69
-------------------	-----------

5. DIRECTORIO DE BEARING AGRO S.A.

El Directorio de Bearing Agro S.A. se integra de la siguiente manera:

Presidente:	Michael Timothy Stewart
Director:	Enrique Garbino
Director:	Francisco Rodríguez Pitt

VII. EL PLAN DE NEGOCIOS. ANÁLISIS ECONÓMICO

1. EL MODELO DE NEGOCIO.

El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas es constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales dentro de la República Oriental del Uruguay, con aptitud agrícola y para riego, en los cuales se incorporará valor a través de la inversión en riego que se realizará en los mismos, con cargo al patrimonio fiduciario, en base al diseño y presupuesto que realice el propio Agente. En efecto, las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea.

La inversión en riego consiste en la instalación de los sistemas de riego (que son el conjunto de elementos conformados por caños, bombas de agua, cables, transformadores, válvulas, automatismos y pivotes centrales o lineales, que trabajando integradamente riegan en forma mecanizada un área determinada de campo) diseñados y presupuestados por el propio agente, incluyendo la instalación de los mismos –por la empresa seleccionada por el agente a tales efectos-. El presupuesto de la inversión en riego será realizado por el Agente con relación a cada uno de los inmuebles rurales al momento de la propuesta de adquisición respectiva, para su aprobación por el Comité de Vigilancia. El Agente coordinará y supervisará bajo su responsabilidad la ejecución de los trabajos referidos, debiendo reportar al Fiduciario las tareas llevadas a cabo a ese respecto así como en caso de incumplimiento. Se aclara expresamente que la empresa seleccionada para la ejecución de los trabajos podrá ser una empresa vinculada al Agente, siendo que conforma parte de su *expertise* en la materia.

El plan consiste en adquirir inmuebles rurales que posean recursos hídricos necesarios, o la potencialidad de los mismos, con el fin de instalar sistemas de riego en aproximadamente el 70% de las hectáreas con aptitud agrícola de tales inmuebles; pudiendo existir variaciones, dependiendo de las particularidades de los inmuebles rurales seleccionados.

Considerando las condiciones actuales de mercado, se estima que con los fondos obtenidos como consecuencia de la colocación de los Certificados de Participación (netos de las deducciones, gastos y honorarios a que refiere el Contrato de Fideicomiso) se adquirirían aproximadamente 6.500 hectáreas rurales, las cuales de acuerdo a los supuestos indicados precedentemente, representarían un área agrícola de 4.500 hectáreas aproximadamente y un área bajo sistemas de riego de 3.000 hectáreas aproximadamente.

El Fideicomiso no hará explotación agrícola sino que rentabilizará los mismos mediante su concesión de uso y goce de la tierra adquirida, bajo régimen de aparcería, al Aparcero de conformidad con las estipulaciones de los Contratos de Aparcería a suscribirse y en cuyo marco, el Aparcero plantará maíz, sorgo, soja, trigo, entre otros cultivos. En carácter de precio de los Contratos de Aparcería, el Aparcero abonará al Fideicomiso el 23% de la Producción Bruta, encomendando el Fiduciario al Aparcero, las gestiones de venta de la misma.

El Aparcero estará facultado –pero no obligado- a desarrollar actividad pecuaria en las áreas de los Predios Productivos que no son susceptibles de explotación agrícola (por ejemplo: feed lots) o a celebrar contratos de pastoreo con operadores ganaderos.

De acuerdo al modelo de negocios, tanto el Fideicomiso como el Aparcero se beneficiarían del incremento de la productividad y del incremento del valor de la hectárea. Esta alineación de intereses evita situaciones de conflicto de interés que puedan incidir negativamente en el desarrollo del Plan de Negocios.

El Plan de Negocios descrito en este Capítulo VII establece el marco y los supuestos dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su objeto. De ningún modo podrá interpretarse que los términos y condiciones del Plan de Negocios suponen un compromiso o promesa que la estrategia prevista será exitosa en su resultado.

Los supuestos considerados en el Plan de Negocios fueron construidos en base a la información disponible a la fecha en que el mismo fue preparado. Pueden verse modificados en el futuro por determinados factores imprevisibles o fuera del control de Bearing Agro S.A. (a título de ejemplo: modificaciones en el precio de la tierra, condiciones generales políticas, económicas, sociales o de mercado, inflación y tipo de cambio, entre otros) y que pueden afectar los resultados expresados o implícitos en el Plan de Negocios y/o en el Prospecto.

La adquisición de los Certificados de Participación implicará la aceptación por parte de los Titulares de que las inversiones realizadas están sujetas a las variaciones de tales supuestos y que el Fiduciario, Bearing Agro S.A. y el Aparcero no serán responsables por las mismas.

2. CARACTERÍSTICAS DE LOS PREDIOS PRODUCTIVOS. PROTOCOLO DE SELECCIÓN DE LOS PREDIOS PRODUCTIVOS.

Los inmuebles rurales a ser adquiridos por el Fideicomiso (Predios Productivos) serán seleccionados por el Agente y deben cumplir ciertas condiciones, las cuales deben cumplirse acumulativamente:

- i) estar ubicados en la República Oriental del Uruguay;
- ii) haber sido seleccionados por el Agente y contar con la conformidad previa del Comité de Vigilancia;
- iii) tener aptitud agrícola y aptitud para riego conforme lo establecido en el Plan de Negocios, a cuyos efectos se deberá evaluar el potencial productivo del inmueble rural de acuerdo al procedimiento establecido en el Protocolo de Selección de Campos
- iv) no ser inmuebles rurales propiedad de Bearing Agro S.A., Agente, Aparcero, ni de alguna de sus Personas Vinculadas, excepto en este último caso cuando por sus características sea beneficioso para el Fideicomiso su adquisición; en cuyo caso el Comité de Vigilancia podrá autorizar la referida adquisición.

El proceso de seleccionar los Predios Productivos a ser adquiridos requerirá de un análisis exhaustivo de parte del Agente, a efectos de lograr un alto grado de certeza respecto a la correcta elección. Es una tarea que se realiza en forma previa a la recomendación de compra, y que cubre todos los aspectos o requisitos físicos que un determinado activo debería cumplir, incluyendo la inversión en riego a realizarse en el mismo y otras mejoras. En este sentido, el Agente ha elaborado un Protocolo de Selección de Campos, que permite visualizar con claridad cuáles son las condicionantes que determinaran una opinión favorable o adversa respecto a la recomendación de adquisición.

En todo momento el Agente analizará los campos que se ofrecen en venta en el mercado, identificando aquellos que cumplen con el modelo de negocios propuesto. Este trabajo de pre selección permitirá generar un conjunto de campos potenciales, aportando celeridad al proceso de adquisición de tierras.

A continuación se describen las etapas contempladas dentro del Protocolo de Selección de Campos:

A. Evaluación preliminar

El primer análisis del proceso busca identificar aquellos establecimientos que por cumplir con las características esenciales del modelo de negocios propuesto, justifica su consideración.

Los factores que se toman en cuenta en esta primera etapa son:

- *Área / escala*

Existe una escala mínima por debajo de la cual no se justifica la inversión en riego. Inmuebles rurales en los cuales no sea posible regar por lo menos un área de 300 has., serán descartados. Ello por cuanto existen costos fijos, asociados a la implementación del Sistema de Riego, que se optimizan en superficies mayores, como ser el suministro de electricidad y las obras necesarias para la toma de agua. A su vez, el tamaño de cada pivot también es relevante en el costo del sistema. Cuanto mayor sean éstos, más eficiente será el sistema en términos de costo.

- *Localización / accesos*

La ubicación geográfica del establecimiento y las condiciones de acceso al mismo son determinantes e impactan significativamente en el costo de comercialización de la producción. Debido al alto volumen de producción por hectárea bajo riego, el costo del flete para trasladar ese producto hasta los puntos de destino, sea puerto, industrias, plantas de acopio, etc., tiene una alta incidencia en la rentabilidad del negocio. Por este motivo fundamentalmente, la localización del inmueble rural es un aspecto esencial en la selección.

- *Composición del campo por tipo de suelos*

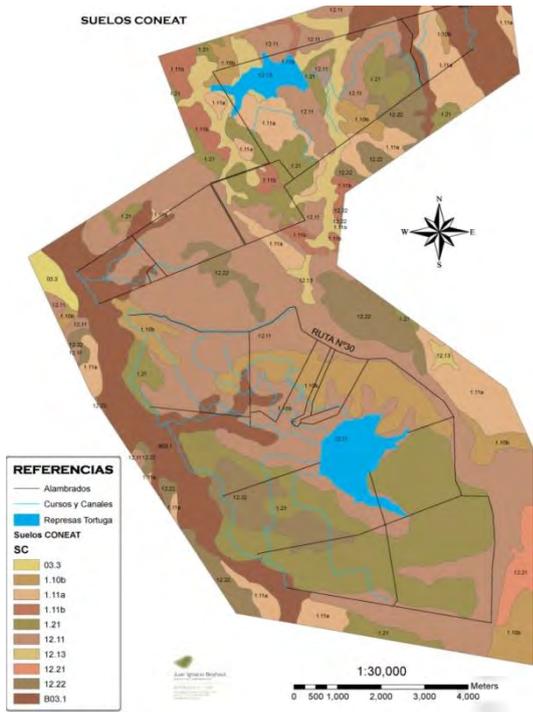
Es usual encontrar distintos tipos de suelos en una misma unidad agrícola, dado lo heterogéneo del mapa de suelos del Uruguay. Si bien la información que el MGAP proporciona al respecto es útil (CONEAT), será necesario realizar un muestreo en el campo para cada tipo de suelo a efectos de comprobar su correcta caracterización.

- *Aptitud agrícola efectiva*

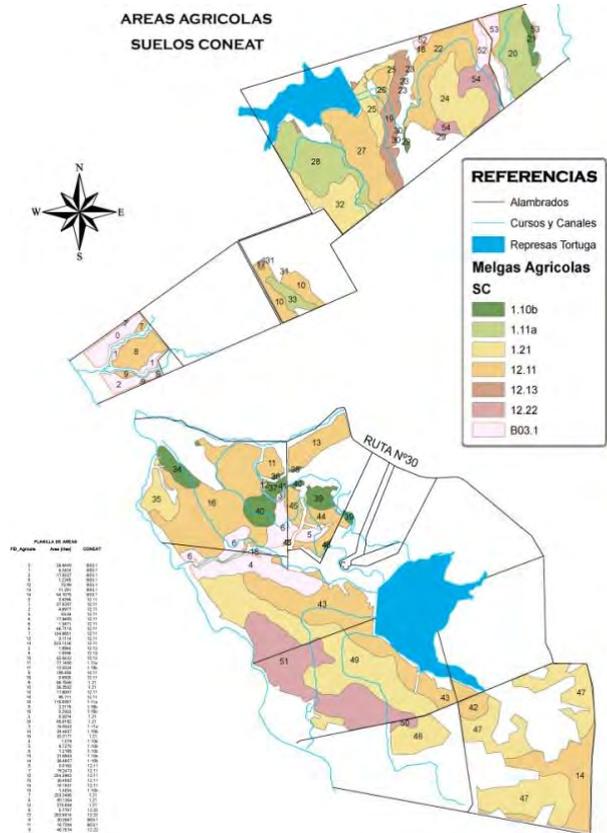
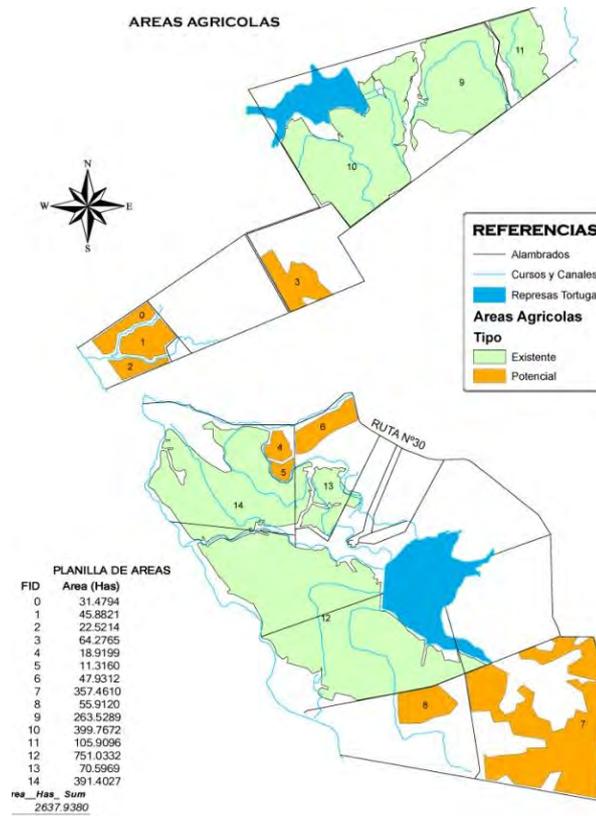
Para determinar el área efectiva agrícola y área efectiva de siembra se deberá identificar la cantidad de hectáreas en las cuales la explotación agrícola es viable. Para ello será necesario relevar y medir el área de siembra de todo el establecimiento, descartando todas las zonas no aptas para agricultura. Aquellos establecimientos cuya área efectiva agrícola no supere el 50% del área total, no serán los adecuados para el Plan de Negocios.

En relación a la potencialidad agrícola de los suelos, se trabajará con la cartografía base del Mapa de Suelos y Suelos CONEAT. Esta información se pasará a una cartografía geo referenciada, que le permitirá al equipo de Ingenieros Agrónomos del Agente realizar las tareas de relevamiento de campo y determinar inequívocamente su ubicación, volcando estos datos a un Sistema de Información Geográfico que permita evaluar con gran certeza la aptitud del suelo.

Ejemplo de determinación de los tipos de suelos y su área respectiva:



Ejemplo de medición de área efectiva de siembra:



B. Análisis de recursos hídricos

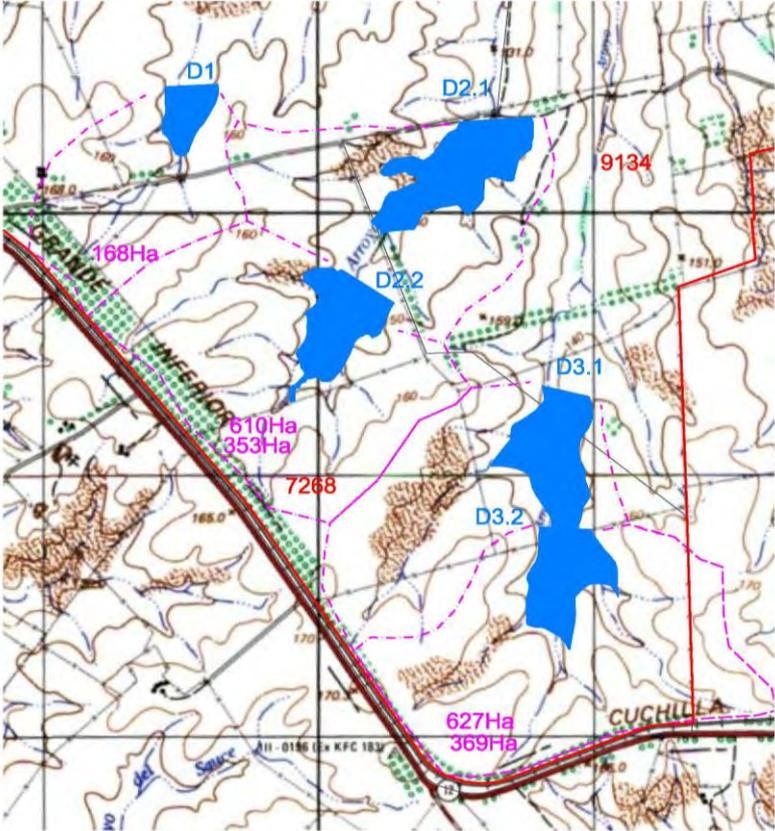
Para el análisis de los recursos hídricos de un establecimiento se debe realizar un primer estudio en base a la topografía del mismo y red hídrica de la zona.

A partir de dicho estudio se identificarán los tipos de recursos viables, ya sea de embalse o de toma en ríos, los volúmenes estimados y las obras asociadas que permitan el uso así como también los permisos reglamentarios que cumplan con las normas vigentes relativas al uso de agua con destino a riego agrícola.

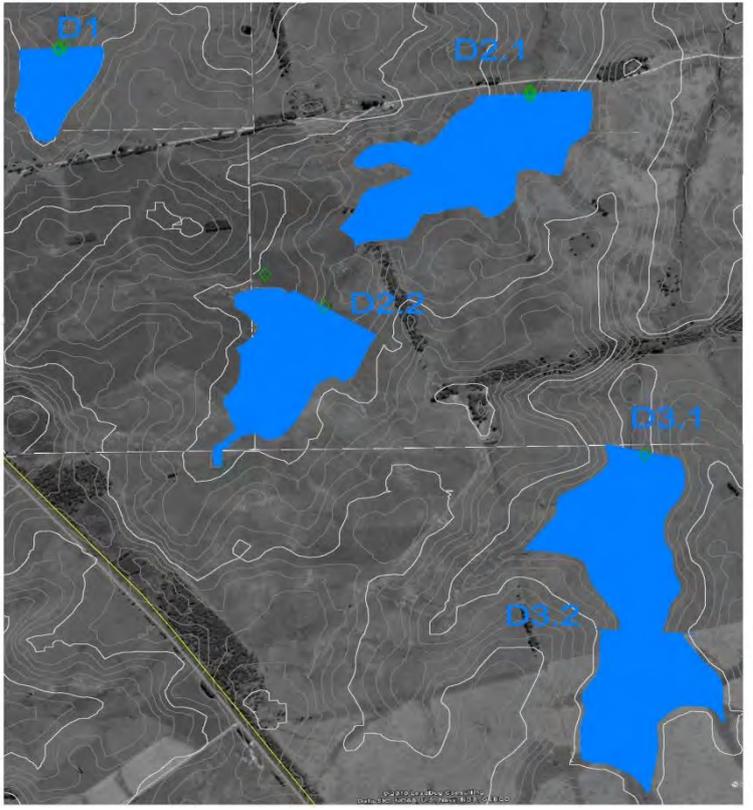
Las etapas de este análisis serán las siguientes:

- Estudio de ubicación de los padrones rurales que conforman el establecimiento.
- Análisis de posibles tomas directas a río o arroyo próximo al establecimiento. Consultas a la DINASA para el caso de la viabilidad anterior.
- Estudio de cuencas y micro cuencas para la ubicación de represas dentro del establecimiento.
- Análisis de alternativas de ubicación de potenciales represas, evaluando las distintas variables (capacidad de captación de agua, costo, etc.).
- Confección de croquis del establecimiento ubicando los padrones en la cartografía nacional y ubicación de las represas potenciales en el mismo.
- Confección de Informe detallando, para el caso de viabilidad del recurso hídrico, implantación de embalse, volumen de embalse, área de lago y volumen de terraplén.

Ejemplo de ubicación de posibles represas y cuencas de captación:



Ejemplo de modelo topográfico sobre imagen satelital:



C. Área agrícola bajo riego

Una vez definida el área efectiva de siembra y la disponibilidad y ubicación de la fuente de agua, se procederá al diseño del sistema de riego para determinar la cantidad de hectáreas de cultivo que se podrían llegar a regar, así como el presupuesto de la inversión en riego, que incluye el sistema así como todos los gastos y costos necesarios para su instalación, incluyendo la selección de la empresa encargada de llevar a cabo la misma. La elaboración del anteproyecto del sistema de riego y el presupuesto de la inversión es una tarea que requiere de la información generada en los pasos anteriores. Sin embargo, existen otros factores que también inciden significativamente en el diseño del sistema de riego, como ser:

- *Plan agronómico*

En función de los cultivos que se pretendan regar, el sistema será diseñado para cubrir los requerimientos hídricos que los mismos requieren. El Plan de Negocios contempla los cultivos de maíz, soja, sorgo, trigo y cebada, para lo cual se requerirá de una capacidad de riego de aproximadamente 7mm diarios. A su vez, la rotación deberá permitir la utilización de un mismo pivot en 2 posiciones diferentes optimizando el costo de todo el sistema.

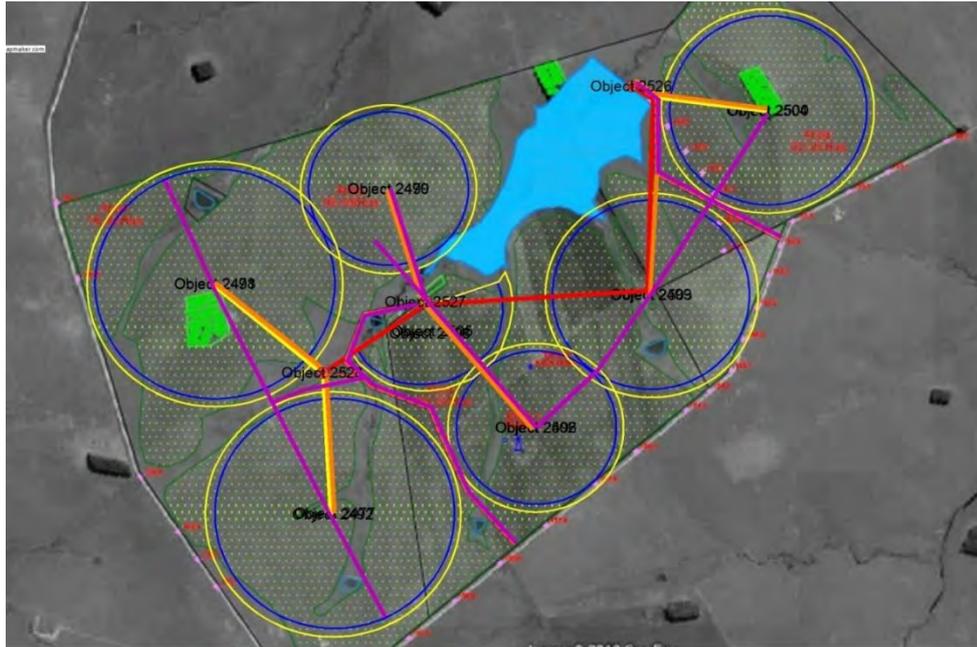
- *Topografía*

En la medida que una de las características generales de los campos en Uruguay es su relieve ondulado, desde el punto de vista del diseño del sistema, será importante analizar el terreno por donde cada pivot deberá circular. Aun cuando la inclinación del suelo no es un factor crítico dada la capacidad de adaptación del sistema, sí lo son en cambio los obstáculos naturales que se deberán sortear como ser canales, desagües naturales, cañadas, montes, construcciones.

- *Energía eléctrica*

La energía eléctrica trifásica es otro factor importante al seleccionar un campo. Su proximidad determinará uno de los costos más significativos en el armado del sistema.

Ejemplo de imagen de anteproyecto de riego:



D. Comportamiento histórico de los suelos

Deberá contemplarse la respuesta del suelo a las distintas situaciones de humedad. Para ello se trabajará con imágenes satelitales históricas y registro de lluvias coincidentes con los momentos a que refiere la imagen. Esto permitirá analizar la respuesta de las diferentes zonas del establecimiento a periodos de déficit o exceso hídrico.

Para realizar este análisis, se elegirá información (imágenes y registros de lluvia) referente a los momentos más críticos del año para la actividad agrícola, como lo son, por ejemplo, las épocas de siembra y cosecha. También se analizará el efecto en los suelos debido posibles picos de temperatura durante los meses de verano. A su vez las imágenes satelitales y la aplicación de técnicas de percepción remota indicarán índices y tendencias de respuesta de los cultivos.

El desarrollo de esta etapa consistirá en los siguientes pasos:

- Estudio de datos de registros de lluvias y temperaturas del establecimiento ó localidad más cercana y de la Dirección Nacional de Meteorología.
- Estudio de la disponibilidad de imágenes satelitales históricas de los satélites GEO e IKONOS.
- Análisis de imágenes y generación de Índices (ej. NDVI, TCC, TCH).
- Confección de croquis del establecimiento, discriminando la información y áreas de los procesos aplicados a las imágenes.
- Informe con las conclusiones de la respuesta del suelo en base a las variables consideradas.

Solicitud de imágenes satelitales:

The screenshot displays the GeoFUSE web interface. On the left, there is a sidebar with the following sections:

- FIND A PLACE** / **SEARCH IMAGE CATALOG**
- Show On Map**: Includes checkboxes for "Image Catalog Search Results" and "MyResults".
- My Results**: States "There are 0 items in My Results".
- Image Catalog Search Results**: States "There are 3 image matches on the map. Showing matches 1 through 3." Below this is a table with columns: View, #, Src, Cloud, Collected, Details, and My Results.

View	#	Src	Cloud	Collected	Details	My Results
	1	GECEYE-1	0%	24-JUL-2011	Details	
	2	IKONOS-2	0%	31-MAR-2003	Details	
	3	IKONOS-2	0%	7-JUN-2001	Details	

At the bottom of the sidebar, there are navigation icons and a note: "*Results Sorted by Collection Date. Cloud Cover, Resolution. Stereo Images in highlight." The main map area shows a geographical region with labels for "Frays Bentos", "Mercedes", "Dolores", and "Nueva Palmira". A red dot and a blue rectangle indicate the search location. The GeoFUSE logo is in the bottom right corner.

Ejemplo de imagen satelital:



E. Análisis de sustentabilidad

La etapa final en el proceso de selección consistirá en someter el modelo productivo propuesto para el establecimiento a los requisitos que establece la Ley N° 15.239 -Uso Responsable y Sostenible de los Suelos-, y la Ley N° 18.564 –Conservación, uso y manejo adecuados de los suelos y aguas-.

La finalidad de este análisis será asegurar la sostenibilidad en el tiempo del modelo productivo, en estricto cumplimiento con la normativa vigente al respecto.

Se tratará de modelar el proyecto productivo en el programa Erosión 5.91, puesto a disposición por el MGAP a efectos de determinar que los niveles de pérdida de suelo por erosión hídrica no superen los admitidos para cada tipo de suelo.

Ejemplo de resultado de modelización en programa Erosión 5.91:

EROSION VERSION 5 - INFORME DE RESULTADOS

Caso

DATOS GENERALES

Duración de la Rotación	1 Años
Localidad	Mercedes
Unidad / Suelo	
Tolerancia	221 Mg/ha/año de pérdida de suelo
Longitud de la Pendiente	1 Mts.
Gradiente de la Pendiente	1
Relación de Erosión	Mixto
Practica Mecánica de Apoyo	No Aplica
Porc. Cubierto por Pastura	0
Forma de Calculo Factor C	Por Componentes
Tipo de Sistema	
Sistema	

FACTORES

Factor R	Factor Erosividad Promedio Anual 554 (Julios/ha)
Factor K	Factor de Erodabilidad del Suelo 1,000 (Mg/Julio)
Factor P	Factor Práctica Mecánica de Apoyo 1,000
Factor L	Factor Longitud 0,630
Factor S	Factor Gradiente 0,635
Factor LS	Factores Topográficos 0,400
Factor C	Factor Uso y manejo 1,000

EROSION ANUAL ESTIMADA 55mg/ha **Mg/ha.**

CARACTERÍSTICAS DE LOS SISTEMAS DE RIEGO.

El sistema de riego planteado en el Plan de Negocio consiste en un conjunto de elementos conformados por caños, bombas de agua, cables, transformadores, válvulas, automatismos y pivotes centrales o lineales, que trabajando integradamente riegan en forma mecanizada un área determinada de campo.

El sistema de riego a implementar prevé una aplicación diaria de 6 mm de agua, distribuidos uniformemente a lo largo de las 24 horas del día.



Los Sistemas de Riego a implementar presentan los siguientes componentes:

- *Pivot.*

Un sistema de riego presurizado realizado por un Pívor Central que básicamente consiste de un ala automatizada de avance en forma circular, desde un centro o por un sistema de riego Lineal que lo hace en forma longitudinal. En ambos casos el agua debe llegar hasta el punto de entrada y desde ahí se debe distribuir a través de los aspersores que estén ubicados a distancias predeterminados entre sí y con caudal creciente para el pívot (dado que a medida que se aleja del centro el área de círculo que cada uno abarca es mayor por el cuadrado del radio) o de igual caudal para el caso del lineal porque éste avanza en forma frontal y las áreas que cada aspersor cubre es la misma a lo largo del mismo.

A su vez se debe elegir para cada Pívor a criterio del técnico del Agente que diseña el sistema:

- 1) Tipo de aspersores a usar, distancia entre sí y altura del suelo de forma que esté de acuerdo con las pautas que se pretenden, con respecto a pluviometría diaria, velocidad de infiltración del suelo, tipo de granulometría del suelo y pendientes.
- 2) Diámetro de los caños de cada tramo del pívot o lineal teniendo en cuenta las presiones requeridas y pérdidas de carga del agua a lo largo del pívot.
- 3) Longitud de cada tramo teniendo en cuenta las pendientes, accidentes del terreno que tiene que atravesar el pívot, peso de cada tramo y longitud total del equipo.
- 4) Tamaño de los rodados que irán en cada torre teniendo en cuenta el tipo de suelo donde se operará y características generales del pívot o lineal considerado
- 5) Tipo de energía que utilizarán los motores que impulsan las ruedas de estos pívots o lineales, existiendo dos tipos: eléctricos o hidráulicos, habiéndose elegido el hidráulico, debido a su sencillez de comando, gran confiabilidad superior al eléctrico y al hecho que

tiene movimiento continuo y la distribución del agua en la superficie del terreno cubierto por el Pívorot es uniforme.

- 6) Los automatismos de los equipos serían: telemétricos para control de la bomba de agua que alimenta al sistema, apertura y cierre automático de la válvula de acceso del agua al pívot, arranque y parada automático en el punto deseado del terreno, parautomático del equipo y bomba de agua ante problemas como falta de presión, empantanamiento y/o desalineación del equipo, control de la velocidad de avance, apertura y cierre de la bomba booster y cañón final en los puntos que se requiera que este no funcione, auto reversa del sentido de giro o avance en los puntos predeterminados del terreno.

- *Bombeo y conducción*

Todo proyecto de riego parte desde donde se bombeará el agua y cuánto caudal se dispone durante el año. Esto determinará la superficie máxima que puede cubrirse con riego presurizado y la calidad de esta agua para fines de riego. Los tipos de fuentes de agua son de acuífero, de río o laguna natural o de laguna o represa artificial.

Para el caso de que se disponga de un acuífero de caudal y calidad suficiente se procede a hacer una perforación dentro de la cual se alojará la bomba de agua para pozo profundo que podrá ser cardánica (motor en la superficie) o de motor sumergido, la capacidad de bombeo y la presión de trabajo de la misma estará determinada por las características del diseño del sistema y a la profundidad en que se encuentra el agua (nivel dinámico y estático de este acuífero de acuerdo al caudal que rinde).

En caso de ser de río o laguna natural se tendrá que hacer el diseño de la correspondiente obra civil de toma, donde se alojan las bombas y desde donde éstas tienen acceso al agua de dicho río o laguna, el tipo de bomba a utilizar podrá ser de pozo profundo o centrifuga horizontal.

Para el caso de tomar el agua de una represa se colocarán las bombas dentro de un pozo colector, de profundidad igual a la de la represa si esta era preexistente al momento en que se decide instalar un sistema de riego o será directamente provistas por caños colocados para cada una de las bombas a utilizar, si se hace la represa en el momento que se instalara el sistema de riego.

La conducción del agua bombeada hasta los centros de cada pívot será realizada por medio de tubería de PVC de junta deslizante que va alojada dentro de trincheras cavadas en el suelo a unos 80 cm de profundidad. El diámetro y espesor de la pared de esta tubería está determinada por las características del diseño del sistema de riego en su totalidad, así resulta más fácil controlar las pérdidas de carga y presión que determinará su longitud total. El caudal junto con la suma de todas pérdidas de carga producidas por la tubería, por los accesorios, por el pívot y por la diferencia de altura del terreno entre el nivel desde donde se bombea el agua hasta el punto de máxima cota dentro del área a regar, determinarán la presión total requerida que deben ser tomadas en consideración al momento de selección la bomba de agua.

- *Energía a utilizar*

La energía utilizada, si es posible, será provista por UTE, porque el costo del milímetro regado es el más bajo. De no contar con la posibilidad de ésta en la región donde el sistema está instalado, se podrá utilizar electricidad generada dentro del establecimiento con motores diesel. Esta opción tiene un costo mayor por mm aplicado.

La distribución de la energía eléctrica dentro del establecimiento se hará en media tensión hasta los puntos de medida, donde se ponen los transformadores a baja tensión.

Estos puntos de medida estarán ubicados lo más cerca posible de las bombas y pivots y a partir de estos se utilizarán cables subterráneos para distribuir la energía de baja tensión. Al igual que para el caso de la tubería de agua, la dimensión del diámetro (sección) del cable conductor de baja tensión, estará determinado por la potencia requerida del motor eléctrico que alimentará y por la distancia recorrida por este cable (pérdida de carga tolerable).

- *Fuentes de Agua para riego mecanizado en Uruguay*

- a) Represas:

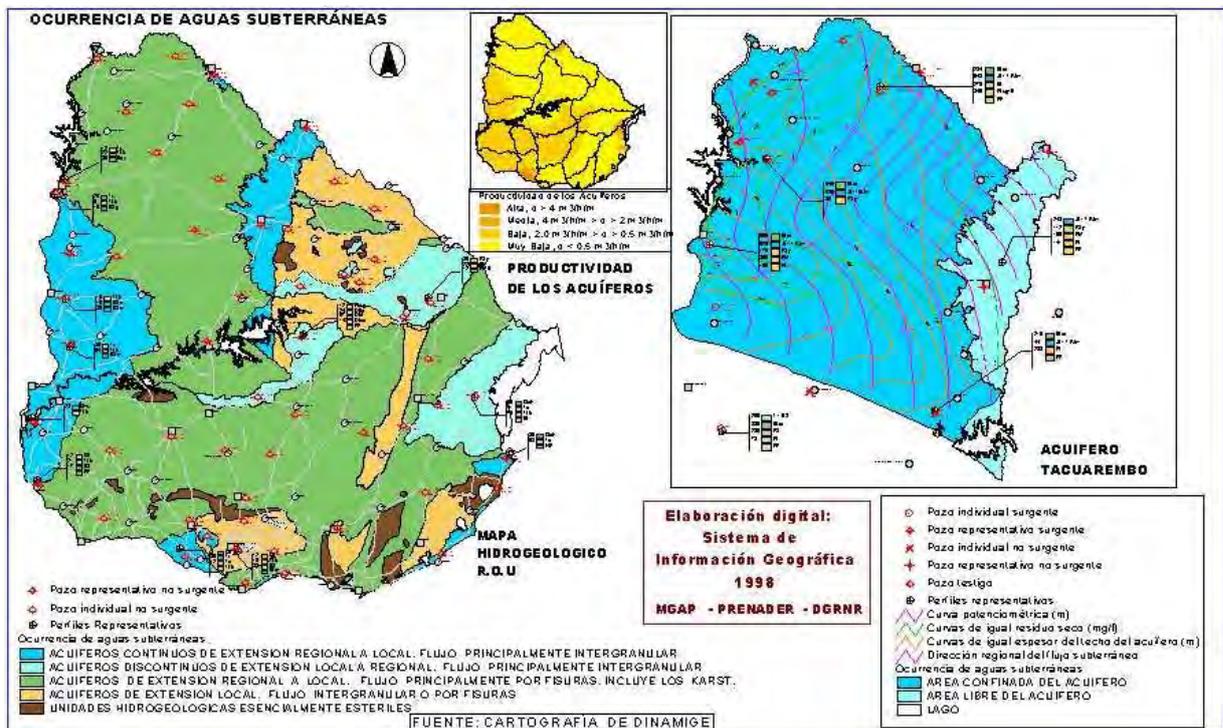
- Esta es la fuente principal de agua para fines de riego, se hace uso de las características de las cuencas represables, que están presentes en los predios donde se estudia poner un sistema de riego, siendo el volumen total de agua represable y el área total de la cuenca que lo abastece, los determinantes de la cantidad de has que son posibles de regar.

- b) Ríos y arroyos:

- Existen en Uruguay numerosos cursos de agua, que si el predio en estudio es ribereño con alguno de ellos que reúna las características de caudal permanente y suficiente y que a su vez este no este limitado para su uso por cuestiones legales, es una fuente importante disponible.

- c) Acuíferos:

- Esta es la fuente de agua de menor presencia en Uruguay para fines de riego ya que es muy pequeña el área donde estos se encuentran que tengan rendimientos de cantidad y calidad suficientes para fines de riego.



Permisos de uso del agua para riego:

La autoridad gubernamental que rige y administra los permisos para el uso del agua para riego es DINAGUA (Dirección Nacional del Agua), entidad adonde hay que presentar el pedido de reserva de caudal si es un arroyo o río, las características del pozo profundo a construir si es un acuífero y las características de la represa a construir si es una obra de cuenca, para todos los casos esto va acompañado del proyecto de riego, del plan de uso de suelos y de las características técnicas de la obra a realizar si correspondiera.

Frecuencia de las distintas fuentes de agua:

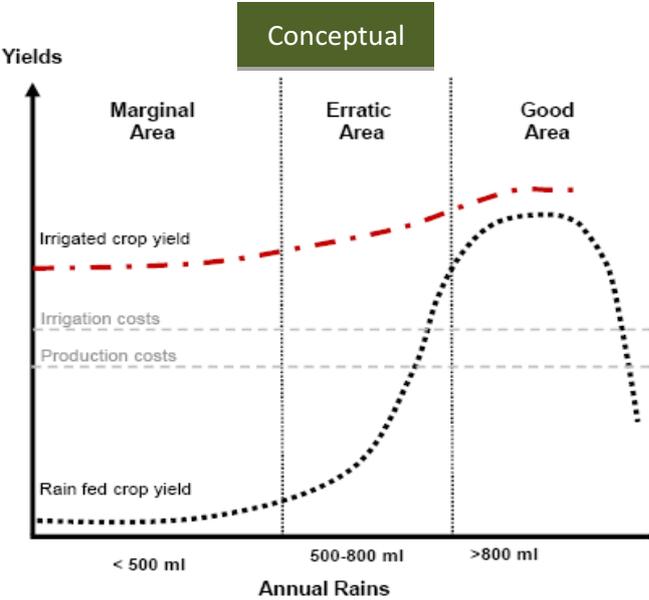
Sobre un total de 73 proyectos o anteproyectos de riego realizados por Ricardo Kosterlitz en Uruguay, 69 de ellos son con uso de represas como fuentes de agua, 3 de ellos son con uso posible de agua de río o arroyo y solo 1 con uso de agua de acuífero. Esto nos da una idea bastante clara de la frecuencia con que se da la fuente de agua disponible, en caso de que esta se encuentre en el predio en estudio.

- *Beneficios de la Inversión en Riego*

La inversión en riego supone importantes beneficios en los niveles de productividad y consecuentemente, en el valor de la tierra.

Como resultado de inversiones en riego, se observan incrementos en la productividad en más del 30% en un año típico, inmunizando el ciclo productivo de los periodos secos y consecuentemente incrementando el valor de la tierra regada por comparación de rendimientos con los campos que no tienen potencial de riego.

La implementación de estos sistemas permite incrementar y estabilizar la producción y por tanto los flujos, aspecto reconocido por las propias autoridades ministeriales (véase declaraciones del MGAP Tabaré Aguerre artículo periodístico “Cae número de multas por mal uso de los suelos” Diario El País, 29 de junio de 2012).



- Mitiga el riesgo climático, la mayor amenaza de los cultivos.
- Maximiza los rendimientos
- Estabiliza los rindes promedio proveyendo las cantidades de agua requeridas para cada cultivo, en especial el maíz.
- Permite realizar cultivos de mayor valor agregado incrementando el retorno por hectárea, como es el maíz en Uruguay.
- Incrementa la rentabilidad del modelo

4. POLÍTICA DE SEGUROS DEL APARCERO

La política de seguros del Aparcero se basará en cubrir los riesgos más frecuentes que afectan la producción, buscando una relación costo / beneficio apropiada. Dependiendo las características de los Predios Productivos, la fecha de siembra, condiciones climáticas, el Aparcero podrá resolver la contratación de coberturas adicionales a las descriptas.

Las pólizas de seguro se contratarán con empresas instaladas en el Uruguay de reconocida solvencia.

A. Cultivos de Invierno: Cebada – Trigo

Se asegurarán contra *Granizo con una franquicia no deducible del 6%* (En caso de eventos cuyos daños sean inferiores a dicho porcentaje, la póliza no indemnizará suma alguna. Cuando dicho porcentaje sea superado, la póliza indemnizará el porcentaje de daño según tasación efectuada por peritos de la aseguradora, aplicado sobre la suma asegurada del área afectada, la misma cubrirá el cultivo desde el inicio de macollaje).

Este seguro incluye en todos los casos la cobertura de *Incendio de Rastrojos e Incendio de Cultivos*, que cubre hasta el 80% de la suma asegurada en este último caso. Como adicional a contratar en todos los casos se incluirá el seguro por *Pérdida Total* que indemniza el 100% de la suma asegurada cuando el daño tasado en el área afectada supere el 85%.

Por último en el caso específico de la cebada y teniendo en cuenta su alto riesgo de desgrane o vuelco en el momento de madurez y la no siempre disponibilidad de cosechadoras en tiempo y forma, se tomara una cobertura por *Vientos* cuyo deducible es del 10% del área afectada por el siniestro haciéndose efectivo solo cuando dicha superficie supere seis hectáreas.

En los lotes bajos, con riesgo de anegamiento, se incluirá una cobertura adicional de *Imposibilidad de Cosechar mecánicamente por Falta de Piso* que cubre hasta el 50% de la suma asegurada en Granizo según los días en que afecte este siniestro al cultivo.

B. Cultivos de Verano: Soja, maíz y sorgo.

Se asegurarán contra *Granizo con una franquicia no deducible del 6%* (en caso de eventos cuyos daños sean inferiores a dicho porcentaje, la póliza no indemnizará suma alguna; cuando dicho porcentaje sea superado, la póliza indemnizará el porcentaje de daño según tasación efectuada por peritos de la aseguradora, aplicado sobre la suma asegurada del área afectada, la misma cubrirá el cultivo desde el momento en que el 50% de las plantas haya emergido).

Este seguro incluye en todos los casos la cobertura de *Incendio de Rastrojos e Incendio de Cultivos*, que cubre hasta el 80% de la suma asegurada.

Como adicional a contratar en el cultivo de soja se incluirá el seguro por *Perdida Total* que indemniza el 100% de la suma asegurada cuando el daño tasado en el área afectada supere el 85%, ya que muchas veces el costo de cosechar dicho remanente menor o igual al 15% supera al valor de la producción obtenida.

En el caso específico de la soja y teniendo en cuenta su alto riesgo de desgrane en el momento de madurez y la no siempre disponibilidad de cosechadoras en tiempo y forma, se tomara una cobertura por *Vientos* que establece un deducible del 10% del área afectada por el siniestro haciéndose efectivo solo cuando dicha superficie supere 6 hectáreas.

También en el cultivo de soja y específicamente en los lotes con riesgo de anegamiento, se incluirá una cobertura adicional de *Imposibilidad de Cosechar mecánicamente por Falta de Piso* que cubre hasta el 50% de la suma asegurada en granizo según los días en que afecte este siniestro al cultivo.

5. POLÍTICA DE COMERCIALIZACIÓN.

La aplicación de riego en los cultivos, sumado a un paquete de seguros adecuado, provee la posibilidad de tener mayor certeza sobre mínimos de producción y con eso aplicar estrategias de comercialización que permitan minimizar la exposición ante las fluctuaciones del precio de los granos producidos.

En este sentido, en la práctica agropecuaria, existen distintos instrumentos que dan soporte a la comercialización de los granos. El más difundido es el que se conoce como contrato *forward*, que básicamente implica el compromiso de vender cierta cantidad de toneladas, a un precio determinado, en una fecha determinada. Este instrumento es el más usado para llevar adelante estrategias de cobertura a la baja, asegurando el nivel de rentabilidad de los cultivos, una vez conocidos sus costos. Si se conoce parte de los costos, puede venderse una parte proporcional de la producción, aseguran una rentabilidad.

Sin embargo, existen varias estrategias para protegerse contra la inestabilidad del precio de mercado, que agregan un costo que ofrece cierta protección en precios futuros. Estas estrategias no cubren el riesgo precio de manera total, ya que no compensan ante una baja generalizada del mercado de granos, pero ayudan a estabilizar la rentabilidad ante las fluctuaciones del mercado.

Los costos de los cultivos, se correlacionan con el precio de los granos, y el mayor riesgo agrícola es sembrar con gastos correspondientes a un precio y luego no poder comercializar al precio previsto. Es importante considerar que los granos sufren la influencia de la especulación financiera, por la tanto, estos instrumentos ayudan a reducir el riesgo "*momento*". El riesgo momento también se puede disminuir almacenando granos, aunque esto trae aparejado costos logísticos.

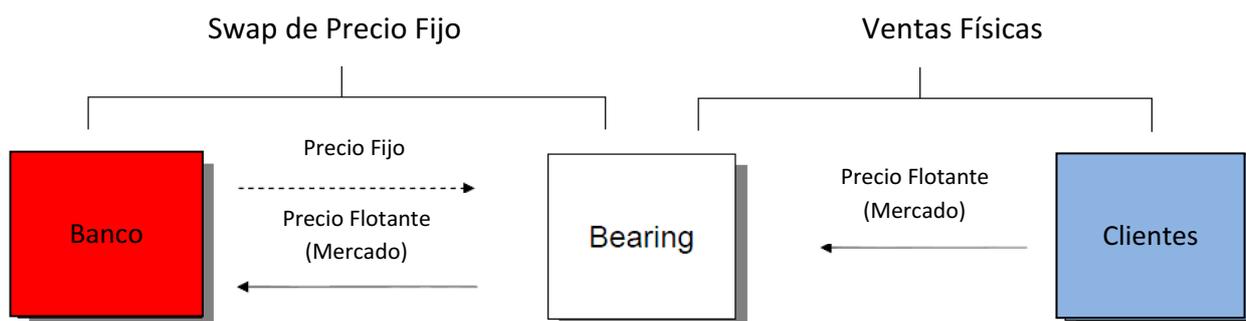
El mercado de granos en la República Oriental del Uruguay se comercializa de manera tradicional en su gran mayoría, y utilizan mayoritariamente el contrato *forward*.

El Aparcero, con el asesoramiento financiero de asesores financieros de primer nivel, podrá implementar las siguientes estrategias de comercialización:

	Estrategia Swap Precio Fijo	Estrategia Opción Put	Estrategia Collar costo cero
Descripción	El Aparcero asegura un precio fijo en la venta de su producción	El Aparcero asegura un precio base de venta, participando en la suba de precios	El Aparcero asegura una base de precio y cierta exposición al alza sin costo
Costos por Adelantado	CERO	El Aparcero paga la prima del <i>Put</i>	CERO
Pago Diferido	NO	Disponible	NO
Protección a la Baja	SI	SI (por debajo del precio de ejercicio)	SI (por debajo del precio de ejercicio)
Participación al Alza	NINGUNA	SI (en todos los casos)	PARCIAL (por encima del precio de ejercicio del <i>Call</i>)
Capacidad de Crédito Requerida	SI	NO	SI

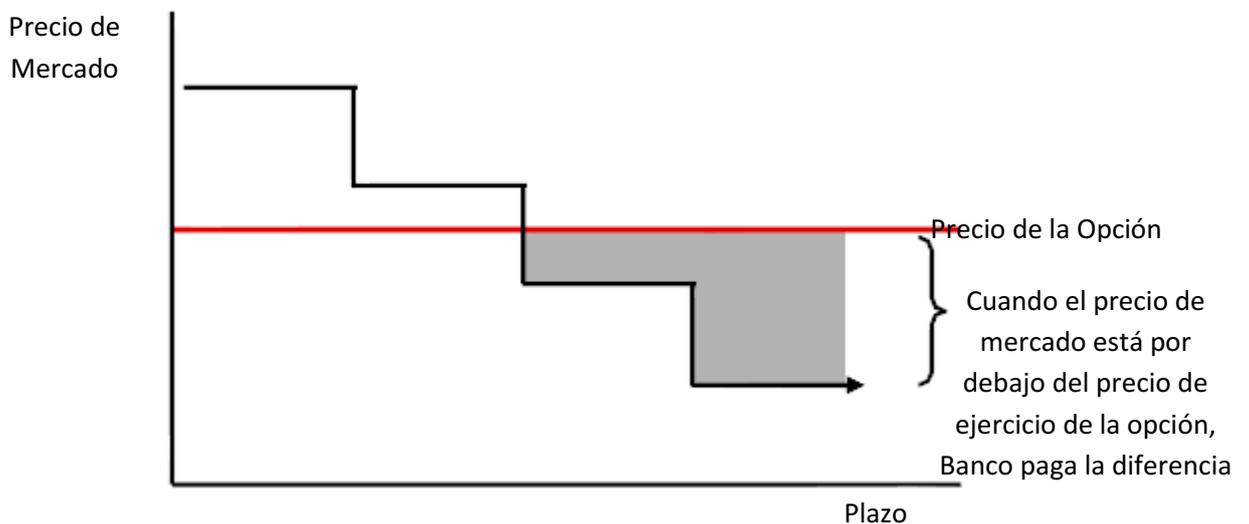
Estrategia SWAP de Precio Fijo:

- Un SWAP de precio fijo es una estrategia simple y eficaz diseñada para cubrir el riesgo ante la baja de los precios de los granos.
- En el marco de un SWAP, el Aparcero recibirá un precio fijo, con lo que proporciona una cobertura contra la caída de los precios.
- Como contrapartida, el Aparcero paga una suma variable o "flotante", que se basa en el mercado "Flotante" de precios.
- La cantidad variable abonada al Banco en el marco del SWAP se vería compensado por la cantidad recibida en las ventas físicas (más o menos los diferenciales de calidad o ubicación).



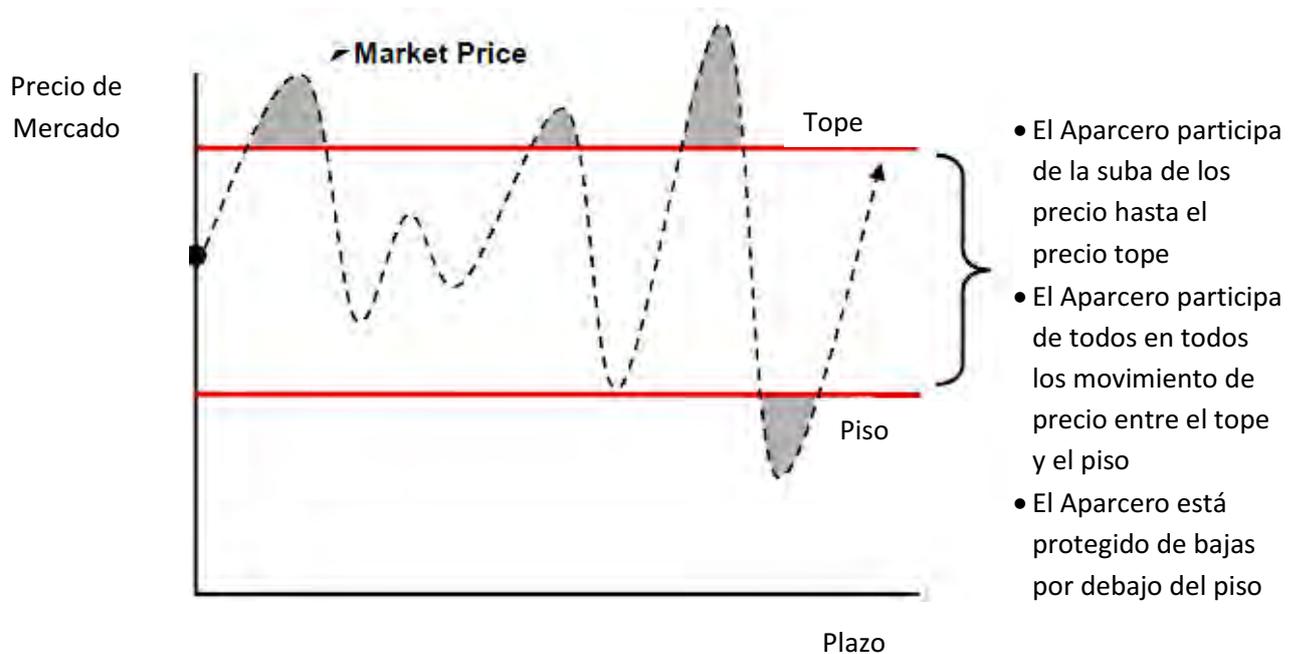
Estrategia Opción Put:

- Una estrategia de opción de venta permitiría al Aparcero tener cobertura frente a una disminución en los precios por debajo de un determinado nivel (el precio de ejercicio), al tiempo que permite la plena participación en el aumento de precios.
- Beneficios de la estrategia
- Cero riesgo de crédito o requisitos de fondos (a menos que las primas se difieran).
- Si los precios aumentan, no habrá ningún arreglo conforme a la opción de venta, y el Aparcero se beneficiará del aumento de los precios (menos la prima pagada).
- El Aparcero, como el comprador de la opción de venta, hará un pago por única vez al Banco en el momento de la ejecución. Esto proporcionará un costo definido para el Aparcero y elimina los costos ocultos.



Estrategia Collar costo cero:

- Una estrategia Collar costo cero proporciona al Aparcero la flexibilidad de participar en el mercado de precios dentro de un rango establecido.
- El Aparcero está protegido contra los movimientos más allá del precio de ejercicio de piso y participa en los movimientos de precio hasta el precio de ejercicio tope.
- El precio de ejercicio se establece de tal manera que la estrategia es "costo cero" (es decir, no se requiere prima por adelantado).



Dado el objetivo del Aparcero de limitar el riesgo precio en el corto plazo mientras que desarrolla una estrategia a largo plazo de los productos básicos de cobertura, el Aparcero en principio utilizaría una combinación de swaps de precio fijo y opciones de venta (*Put*).

En primer término, compraría opciones de venta para limitar su exposición a la baja de los precios. En la medida que cuente con líneas de crédito disponibles, también puede recuperar la prima pagada por la opción de venta vendiendo opciones de compra (*call*) para crear *Collars* de cero o mínimo costo.

Para el largo plazo, el Aparcero podría ser más conservador mediante la adición de swaps de precio fijo reduciendo la incertidumbre del flujo de caja.

6. ANÁLISIS ECONÓMICO

- El modelo representa la TIR en un plazo de 15 años.
- Operaciones: el Fideicomiso adquiere las tierras, invierte en riego y las entrega en aparcería al Aparcero quién invierte en capital de trabajo y opera los campos. El escenario base muestra una TIR de 8.3%, mientras que si la demanda de granos, agua y tierra continua creciendo la tasa incrementa a niveles por encima de 15%.
- Contrato de Aparcería a 15 años, donde el Aparcero paga al Fideicomiso el 23% de la Producción Bruta.
- El análisis de sensibilidad está basado en un escenario conservador donde el escenario positivo está por debajo del crecimiento del mercado de los últimos años.
- No se considera doble cultivo de verano.
- No se considera negocio de feed lot o mejoras en el negocio ganadero.

Análisis de retornos Fideicomiso Tierras Irrigadas

Supuestos

Precio/ ha	6,000	Tasa apreciación anual	5.50%
Hectáreas	6,782	PRECIO RVTA/HA	17,413
Inversión Total	42,500,000		
% Gastos sobre Inversión Total	4.25%	Valor de reventa (año 15)	118,099,421
Inversión en Tierra (USD)	40,692,795	Impuesto a la renta	(11,483,970)
Inversión en Riego (USD)	7,500,000	Valor neto	106,615,451
Inversión Total =====>	48,192,795		
<i>Inversión total / Ha</i>	<i>7,106</i>		
		% de Inversión BA capitalizada	100%
Impuesto a la renta (ganancia de capital)	16.43%	% implícito de inv. Fija	15.0%
		Valor Bearing Agro	15,992,318
Porcentaje de Producción	23.0%		
Variación precio comm anual	5%	% de Rindes Conseguídos	100%
Variación costos anual	5%		
TIR (Antes de Impuesto a la Renta)	8.8%		
TIR (Después de Impuesto a la Renta)	8.3%		

Estados de Resultados Projectado

Estado de Resultados	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10	Año 11	Año 12	Año 13	Año 14	Año 15
Ingreso por Soja 1era	280,902	294,947	309,694	325,179	341,438	358,510	376,435	395,257	415,020	435,771	457,559	480,437	504,459	529,682	556,166
Ingreso por Soja 2da	458,806	481,746	505,834	531,125	557,682	585,566	614,844	645,586	677,866	711,759	747,347	784,714	823,950	865,147	908,405
Ingreso por Soja 2da / Maíz	163,859	172,052	180,655	189,688	199,172	209,131	219,587	230,567	242,095	254,200	266,910	280,255	294,268	308,981	324,430
Ingresos por Maíz para exportación	411,989	432,589	454,218	476,929	500,775	525,814	552,105	579,710	608,696	639,130	671,087	704,641	739,873	776,867	815,710
Ingresos por Maíz para alimento	411,989	432,589	454,218	476,929	500,775	525,814	552,105	579,710	608,696	639,130	671,087	704,641	739,873	776,867	815,710
Ingreso Trigo	543,042	570,195	598,704	628,640	660,072	693,075	727,729	764,115	802,321	842,437	884,559	928,787	975,226	1,023,988	1,075,187
Ingreso Área Ganadera	138,243	127,011	133,361	140,029	147,031	154,382	162,101	170,206	178,717	187,653	197,035	206,887	217,231	228,093	239,497
Ingresos Brutos	2,408,831	2,511,128	2,636,685	2,768,519	2,906,945	3,052,292	3,204,907	3,365,152	3,533,410	3,710,080	3,895,584	4,090,363	4,294,881	4,509,625	4,735,107
Costos de Comercialización Soja 1era	(26,574)	(27,903)	(29,298)	(30,763)	(32,301)	(33,916)	(35,612)	(37,393)	(39,262)	(41,226)	(43,287)	(45,451)	(47,724)	(50,110)	(52,615)
Costos de Comercialización Soja 2da	(43,405)	(45,575)	(47,854)	(50,246)	(52,759)	(55,397)	(58,167)	(61,075)	(64,129)	(67,335)	(70,702)	(74,237)	(77,949)	(81,846)	(85,939)
Costos de Comercialización Soja 2da/Maíz	(15,502)	(16,277)	(17,091)	(17,945)	(18,842)	(19,785)	(20,774)	(21,812)	(22,903)	(24,048)	(25,251)	(26,513)	(27,839)	(29,231)	(30,692)
Costo de Comercialización Maíz para exportación	(75,623)	(79,405)	(83,375)	(87,543)	(91,921)	(96,517)	(101,343)	(106,410)	(111,730)	(117,317)	(123,182)	(129,342)	(135,809)	(142,599)	(149,729)
Costo de Comercialización Maíz para alimento	(30,899)	(32,444)	(34,066)	(35,770)	(37,558)	(39,436)	(41,408)	(43,478)	(45,652)	(47,935)	(50,332)	(52,848)	(55,491)	(58,265)	(61,178)
Costo de Comercialización Trigo	(97,862)	(102,755)	(107,893)	(113,287)	(118,952)	(124,899)	(131,144)	(137,702)	(144,587)	(151,816)	(159,407)	(167,377)	(175,746)	(184,533)	(193,760)
Total de Costos de Comercialización	(289,865)	(304,359)	(319,577)	(335,555)	(352,333)	(369,950)	(388,447)	(407,870)	(428,263)	(449,676)	(472,160)	(495,768)	(520,557)	(546,584)	(573,914)
Ingresos Netos	2,118,966	2,206,770	2,317,108	2,432,963	2,554,612	2,682,342	2,816,459	2,957,282	3,105,146	3,260,404	3,423,424	3,594,595	3,774,325	3,963,041	4,161,193
Calificadora de Riego	(26,230)	(17,721)	(18,607)	(19,537)	(20,514)	(21,539)	(22,616)	(23,747)	(24,935)	(26,181)	(27,490)	(28,865)	(30,308)	(31,824)	(33,415)
Agente de Representación	(12,200)	(13,126)	(13,783)	(14,472)	(15,195)	(15,955)	(16,753)	(17,591)	(18,470)	(19,394)	(20,363)	(21,381)	(22,451)	(23,573)	(24,752)
Agente de Control	(12,200)	(13,126)	(13,783)	(14,472)	(15,195)	(15,955)	(16,753)	(17,591)	(18,470)	(19,394)	(20,363)	(21,381)	(22,451)	(23,573)	(24,752)
Fiduciario	(69,400)	(81,718)	(84,304)	(87,019)	(89,870)	(92,863)	(96,006)	(99,307)	(102,772)	(106,411)	(110,231)	(114,243)	(118,455)	(122,878)	(127,522)
Tasadores	(12,505)	(13,455)	(14,127)	(14,834)	(15,575)	(16,354)	(17,172)	(18,030)	(18,932)	(19,878)	(20,872)	(21,916)	(23,012)	(24,162)	(25,370)
Costo de Cotización	(12,200)	(13,126)	(13,783)	(14,472)	(15,195)	(15,955)	(16,753)	(17,591)	(18,470)	(19,394)	(20,363)	(21,381)	(22,451)	(23,573)	(24,752)
Costos de Contabilidad	(14,640)	(15,752)	(16,539)	(17,366)	(18,234)	(19,146)	(20,103)	(21,109)	(22,164)	(23,272)	(24,436)	(25,658)	(26,941)	(28,288)	(29,702)
Costos de Auditoría	(18,300)	(19,690)	(20,674)	(21,708)	(22,793)	(23,933)	(25,129)	(26,386)	(27,705)	(29,090)	(30,545)	(32,072)	(33,676)	(35,360)	(37,128)
Costos Legales	(36,000)	(38,733)	(40,670)	(42,704)	(44,839)	(47,081)	(49,435)	(51,907)	(54,502)	(57,227)	(60,088)	(63,093)	(66,247)	(69,560)	(73,038)
EBITDA	1,905,291	1,980,323	2,080,839	2,186,381	2,297,200	2,413,560	2,535,738	2,664,025	2,798,726	2,940,163	3,088,671	3,244,604	3,408,335	3,580,251	3,760,764
Amortizaciones	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)	(375,000)
Contribución Inmobiliaria	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)	(93,600)
Impuesto al Patrimonio	-	-	-	-	-	(55,953)	(55,953)	(55,953)	(55,953)	(55,953)	(55,953)	(55,953)	(55,953)	(55,953)	(55,953)
Resultados antes de IRAE	1,436,691	1,511,723	1,612,239	1,717,781	1,828,600	1,889,008	2,011,186	2,139,473	2,274,174	2,415,610	2,564,118	2,720,052	2,883,782	3,055,699	3,236,211
IRAE	(359,173)	(377,931)	(403,060)	(429,445)	(457,150)	(486,240)	(516,785)	(548,856)	(582,532)	(617,891)	(655,018)	(694,001)	(734,934)	(777,913)	(823,041)
Crédito Fiscal proyecto COMAP	215,504	226,758	241,836	257,667	274,290	291,744	310,071	329,314	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Neto	1,293,022	1,360,551	1,451,015	1,546,003	1,645,740	1,694,512	1,804,472	1,919,930	1,691,642	1,797,719	1,909,101	2,026,051	2,148,848	2,277,786	2,413,170

Flujo de Fondos Projectado

Flujo de Fondos	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10	Año 11	Año 12	Año 13	Año 14	Año 15	
Amortizaciones	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	375,000	
Inversión en Tierra	42,500,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Inversión Riego	7,500,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Venta de Tierra	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	118,099,421	
IRAE a la venta de la tierra	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(11,483,970)	
Participación Bearing Agro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Compra neta de Tierras	(40,692,795)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Costos de Adquisición de la Tierra	(1,807,205)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Fee Organizador y Legal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
IVA sobre costos Iniciales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Mejora de la Tierra	(7,500,000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Caja Inicial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Resultado	-	1,293,022	1,360,551	1,451,015	1,546,003	1,645,740	1,694,512	1,804,472	1,919,930	1,691,642	1,797,719	1,909,101	2,026,051	2,148,848	2,277,786	2,413,170
Flujo de Fondos	(50,000,000)	1,668,022	1,735,551	1,826,015	1,921,003	2,020,740	2,069,512	2,179,472	2,294,930	2,066,642	2,172,719	2,284,101	2,401,051	2,523,848	2,652,786	109,403,621

Estado de Situación Patrimonial Projectado

Estado de Situación Patrimonial	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10	Año 11	Año 12	Año 13	Año 14	Año 15
Activos															
Caja	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos Fijos	55,810,168	58,879,728	62,118,113	65,534,609	69,139,012	72,941,658	76,953,449	81,185,889	85,651,113	90,361,924	95,331,830	100,575,080	106,106,710	111,942,579	118,099,421
Activos Valuados Tierra	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(118,099,421)
Costos de Constitución															
Depreciación Acumulada	(375,000)	(750,000)	(1,125,000)	(1,500,000)	(1,875,000)	(2,250,000)	(2,625,000)	(3,000,000)	(3,375,000)	(3,750,000)	(4,125,000)	(4,500,000)	(4,875,000)	(5,250,000)	-
Total Activos	57,242,373	59,936,933	62,800,318	65,841,814	69,071,217	72,498,863	76,135,654	79,993,094	84,083,318	88,419,129	93,014,035	97,882,285	103,038,915	108,499,784	0
Pasivos															
Contingencia Ganancia de Capital	1,251,350	1,755,605	2,287,593	2,848,841	3,440,957	4,065,640	4,724,681	5,419,968	6,153,497	6,927,369	7,743,805	8,605,144	9,513,857	10,472,549	11,483,970
Impuesto a la ganancia de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(11,483,970)
Total Pasivos	1,251,350	1,755,605	2,287,593	2,848,841	3,440,957	4,065,640	4,724,681	5,419,968	6,153,497	6,927,369	7,743,805	8,605,144	9,513,857	10,472,549	0
Patrimonio Neto															
Contribución de Capital Inicial	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
Resultado por Venta de Activos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultados de Operación	1,061,516	1,119,558	1,196,473	1,277,233	1,362,032	1,395,118	1,488,608	1,586,773	1,340,328	1,427,339	1,518,701	1,614,632	1,715,358	1,821,121	1,932,173
Distribuciones	(1,668,022)	(3,403,572)	(5,229,588)	(7,150,591)	(9,171,331)	(11,240,842)	(13,420,314)	(15,715,244)	(17,781,886)	(19,954,606)	(22,238,706)	(24,639,757)	(27,163,605)	(29,816,391)	(33,595,013)
Resultados Acumulados	231,506	1,534,015	2,908,115	4,373,357	5,934,299	7,595,724	9,306,706	11,128,471	13,066,559	14,777,267	16,595,005	18,525,125	20,573,247	22,745,270	25,047,389
Resultados de Apreciación de la Tierra	6,366,023	8,931,328	11,637,724	14,492,973	17,505,260	20,683,223	24,035,973	27,573,126	31,304,821	35,241,760	39,395,230	43,777,141	48,400,058	53,277,234	58,422,656
Liquidación final de activos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,192,795
Total Patrimonio Neto	55,991,023	58,181,328	60,512,724	62,992,973	65,630,260	68,433,223	71,410,973	74,573,126	77,929,821	81,491,760	85,270,230	89,277,141	93,525,058	98,027,234	0
Total Pasivo + Patrimonio Neto	57,242,373	59,936,933	62,800,318	65,841,814	69,071,217	72,498,863	76,135,654	79,993,094	84,083,318	88,419,129	93,014,035	97,882,285	103,038,915	108,499,784	0
Total Activos	57,242,373	59,936,933	62,800,318	65,841,814	69,071,217	72,498,863	76,135,654	79,993,094	84,083,318	88,419,129	93,014,035	97,882,285	103,038,915	108,499,784	0

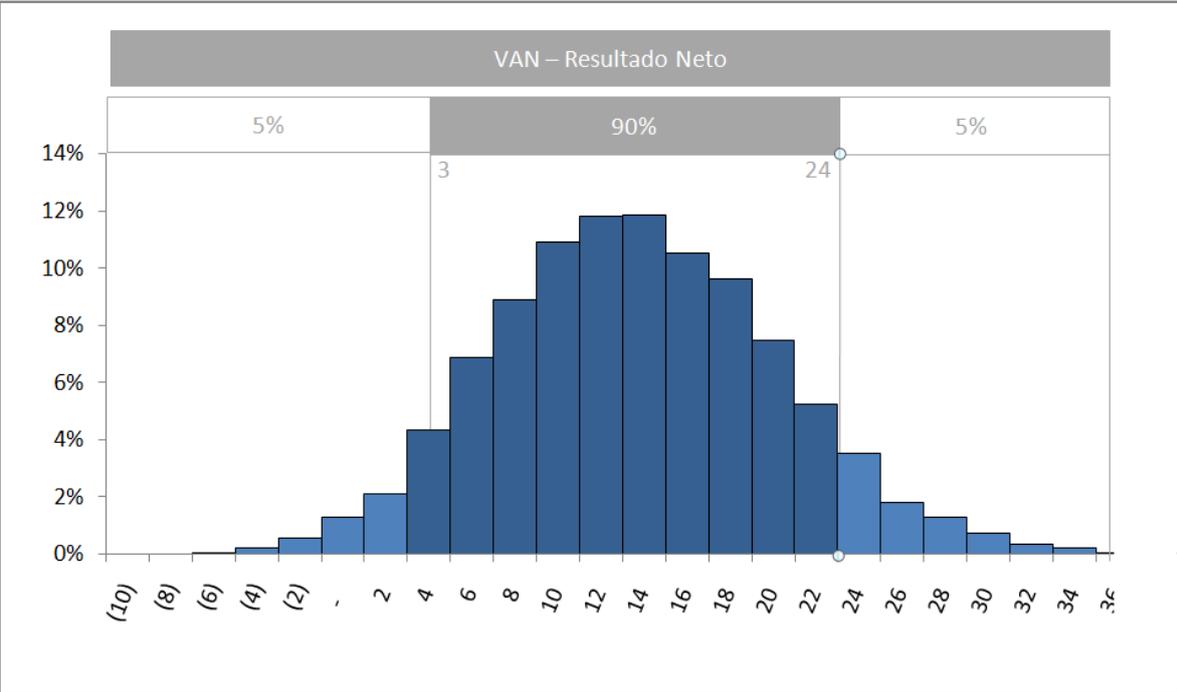
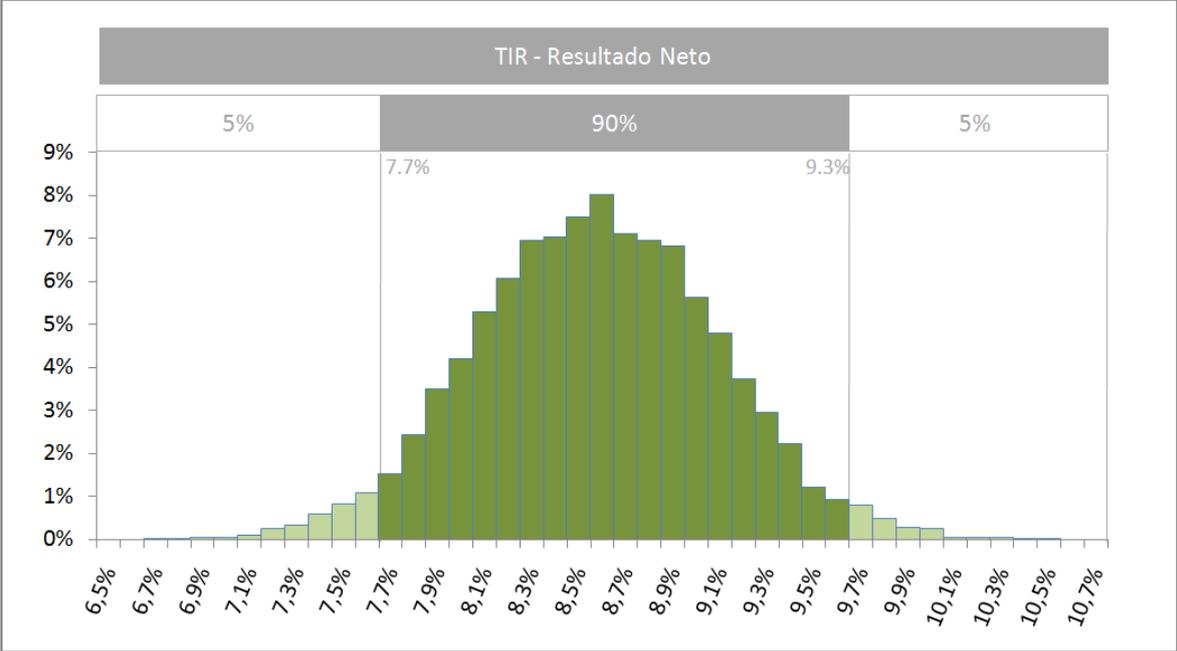
Análisis de Sensibilidad - Antes de Impuestos

Tasa apreciación anual de la Tierra		Inflación Anual de precios y costos agropecuarios				
	8.8%	0.00%	2.50%	5.00%	7.50%	10.00%
-1.00%		3.0%	3.7%	4.6%	5.7%	6.9%
0.00%		3.6%	4.3%	5.2%	6.2%	7.4%
1.00%		4.3%	5.0%	5.8%	6.7%	7.9%
2.00%		5.0%	5.6%	6.4%	7.3%	8.4%
3.00%		5.8%	6.3%	7.1%	7.9%	8.9%
4.00%		6.5%	7.1%	7.7%	8.5%	9.5%
5.00%		7.3%	7.8%	8.4%	9.2%	10.0%
5.50%		7.7%	8.2%	8.8%	9.5%	10.4%
6.00%		8.1%	8.6%	9.1%	9.8%	10.7%
7.00%		8.9%	9.4%	9.9%	10.5%	11.3%
8.00%		9.7%	10.2%	10.7%	11.3%	12.0%
9.00%		10.6%	11.0%	11.4%	12.0%	12.7%
10.00%		11.4%	11.8%	12.2%	12.8%	13.4%
11.00%		12.3%	12.6%	13.1%	13.6%	14.2%

Análisis de Sensibilidad - Resultado Neto

Tasa apreciación anual de la Tierra		Inflación Anual de precios y costos agropecuarios				
	8.3%	0.00%	2.50%	5.00%	7.50%	10.00%
-1.00%		2.5%	3.1%	3.9%	4.8%	5.8%
0.00%		3.2%	3.8%	4.5%	5.3%	6.3%
1.00%		3.9%	4.4%	5.1%	5.9%	6.8%
2.00%		4.6%	5.1%	5.8%	6.5%	7.4%
3.00%		5.4%	5.9%	6.5%	7.2%	8.0%
4.00%		6.2%	6.6%	7.2%	7.8%	8.6%
5.00%		7.0%	7.4%	7.9%	8.5%	9.2%
5.50%		7.4%	7.8%	8.3%	8.9%	9.6%
6.00%		7.8%	8.2%	8.7%	9.2%	9.9%
7.00%		8.6%	9.0%	9.4%	10.0%	10.6%
8.00%		9.5%	9.8%	10.2%	10.7%	11.3%
9.00%		10.3%	10.7%	11.0%	11.5%	12.1%
10.00%		11.2%	11.5%	11.9%	12.3%	12.8%
11.00%		12.1%	12.4%	12.7%	13.1%	13.6%

SIMULACIÓN DE MONTECARLO



7. SUPUESTOS DEL PLAN DE NEGOCIOS

Supuestos: A continuación se describen los supuestos utilizados en el modelo. El modelo a su vez presenta análisis de sensibilidad, de manera de comprender la variación del resultado de la tasa en función de la modificación de algunas de las variables.

Supuestos de Modelo Financiero Fideicomiso Tierras Irrigadas

Supuestos Iniciales			
Precio/ ha	6,000		
Total Hectáreas a comprar	6,782		
Inversión Total			
Inversión en Tierras	50,000,000		
Inversión Riego (15%)	42,500,000		
	7,500,000		
% Gastos sobre Inversión en Tierra			
Montepíos	3.76%		
Fee Notarial	0.45%		
Potencial Fee de Intermediación	1.00%		
Gastos de Análisis de potencial de riego (por hasta)	1.00%		
Proceso Selección de Campos - Agente	0.50%		
IVA	0.24%		
	0.57%		
Otros Gastos de Constitución			
Asesor Legal	209,330		
Fee Organizadores	48,000		
IVA	125,000		
Total %	36,330		
	0.49%		
Supuestos Impositivos			
IRAE Operaciones	25.00%		
Crédito Fiscal COMAP sobre Inversión en Riego	60.00%		
% permitido deducir del pago anual de IRAE	60.00%		
Coneat promedio para impuesto al patrimonio	100		
Valor Catastral de Hectárea	550		
Tipo de Cambio Inicial	31.0		
Devaluación Anual	5%		
Incremento IPPN Anual	8%		
Tipo de Cambio al año 15 = TC Inicial x (1+dev anual)*años	64.4		
5 años de Exoneración al Impuesto al Patrimonio			
Supuestos Productivos			
Los % de aprovechamiento de cada campo se rige por la siguiente table de precio vs. productividad y aprovechamiento de riego			
Valor % Agrícola	% Regado	Has Agrícolas	Has Regadas
8,000	75%	53%	5,087
7,000	70%	49%	4,747
6,000	65%	46%	4,408
5,000	60%	42%	4,069
4,000	50%	35%	3,391
Los rindes estimados son los siguientes			
Soja 1era tardía			2.5
Soja 2da Regada			3.5
Soja 2da Tardía			2.5
Maíz			11
Trigo			4
Supuestos Financieros			
Los precios de los granos son los siguientes			
Soja			350
Maíz			200
Trigo			200
Cebada			180
Se considera una inflación nominal anual para los precios de los granos y los costos ==>			5%
Se considera una inflación nominal anual de los precios de la tierra ==>			5.50%

A. Tasa de Apreciación de la Tierra a raíz del riego:

El modelo económico de Bearing Agro contempla dos supuestos de apreciación de la tierra. El primero de ellos se presenta por única vez al principio del flujo y corresponde a la apreciación que la tierra tiene de manera inmediata a raíz de su incremento en la productividad.

Veamos el siguiente análisis numérico:

CALCULO PARA DETERMINAR EL VALOR DEL RIEGO

Rindes Históricos en Secano			Rindes con Riego		
Cultivo	Rinde año Normal	Rinde año Deficit Agua	Cultivo	Rinde año Normal	Rinde año Deficit Agua
Trigo	4	4	Trigo	4	4
Soja	2,5	2	Soja	3,5	3,5
Maíz	7,5	4,5	Maíz	11	11

Supuestos: 50% años normales - 50% años con deficit de lluvia

Porcentaje Agrícola del campo 60%

Porcentaje regable agrícola 42%

Rentabilidad cultivo en secano por hectarea

Cultivo	Rinde año Normal	Rinde año Deficit Agua	Promedio lluvia	Precio Cultivo	Costos Cultivo	Rentabilidad Cultivo
Trigo	2,67	2,67	2,67	265	458,00	248,67
Soja	1,67	1,33	1,50	450	436,00	239,00
Maíz	2,50	1,50	2,00	240	459,67	20,33
Rentabilidad Total por Ha.						508,00
Rentabilidad por Ha. Ganad.						80,00
Rentabilidad Total por Ha.						336,80

Rentabilidad cultivo en secano por hectarea

Cultivo	Rinde año Normal	Rinde año Deficit Agua	Promedio lluvia	Precio Cultivo	Costos Cultivo	Rentabilidad Cultivo
Trigo	2,67	2,67	2,67	265	458,00	248,67
Soja	2,00	1,83	1,92	450	515,20	347,30
Maíz	3,67	3,67	3,67	240	543,00	337,00
Rentabilidad Total por Ha.						932,97
Rentabilidad por Ha. Ganad.						80,00
Rentabilidad Total por Ha.						591,78

Un análisis simplista de un activo agropecuario con un porcentaje agrícola del 60% nos muestra un incremento en la productividad del activo arriba del 70%. En un mercado perfecto, el activo debería tener a su vez un precio 76% mayor que un activo sin posibilidad de riego.

Sin embargo, y aunque es difícil estimar este tipo de supuestos, Bearing solamente contempla un 30% de aumento, y este 30% incluye a su vez el costo del sistema de riego, por lo que estamos considerando un 14% aproximadamente de crecimiento genuino de valor.

Estados Unidos, pionera en la tecnología del riego y el mayor productor de soja y de maíz del mundo, tiene completamente probada la tecnología en riego. La tierra con capacidad de riego posee valores muy por encima de los que Bearing Agro utiliza en el plan de negocios como supuestos. Para el caso del llamado “Corn Belt” tenemos un precio de tierra irrigada 45% mayor a la no irrigada, cuando el promedio de Estados Unidos posee un precio 104% superior para tierras irrigadas sobre no irrigadas, es decir: más del doble.

USDA Corn Belt Land Price per Acre (in th)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Average
Nebraska all cropland	50%	63%	72%	80%	78%	73%	69%
Irri	3,05	4,08	5,61	6,7	7,1	6.87	6.87
Non Irri	2,03	2,51	3,27	3,73	4	3.97	3.99
Northern Plains	45%	40%	42%	50%	53%	56%	48%
Irri	1,54	1,81	2,25	2,76	3,28	3.27	3.27
Non Irri	1,06	1,29	1,59	1,84	2,15	2.09	2.09
Corn Belt	23%	21%	18%	20%	27%	39%	25%
Irri	3,14	3,32	3,64	4,14	4,75	5.13	5.13
Non Irri	2,56	2,75	3,08	3,45	3,73	3.7	3.70
Average Corn Belt	39%	41%	44%	50%	52%	56%	47%
Colorado	269%	259%	254%	242%	271%	278%	262%
Irri	3,1	3,16	3,4	4,1	4,45	4.65	4.65
Non Irri	0,84	0,88	0,96	1,2	1,2	1.23	1.23
Idaho	211%	216%	234%	224%	248%	245%	230%
Irri	3,82	3,82	4,04	4,24	4,6	4.83	4.83
Non Irri	1,23	1,21	1,21	1,31	1,32	1.4	1.40
Montana	348%	327%	314%	292%	269%	265%	303%
Irri	2,69	2,69	2,69	2,78	2,95	2.96	2.96
Non Irri	0,6	0,63	0,65	0,71	0,8	0.81	0.81
New Mexico	1256%	1166%	935%	878%	908%	905%	1008%
Irri	5,29	5,19	4,45	3,91	3,93	3.92	3.92
Non Irri	0,39	0,41	0,43	0,4	0,39	0.39	0.39
Utah	386%	385%	385%	373%	369%	365%	377%
Irri	5,05	5	5	5,2	5,25	5.3	5.1
Non Irri	1,04	1,03	1,03	1,1	1,12	1.14	1.14

California	219%	219%	239%	247%	232%	212%	228%
Irri	10,9	11,1	11,5	11,8	12,1	12,47	12,47
Non Irri	3,42	3,48	3,39	3,4	3,65	4	4,00
Oregon	103%	103%	121%	115%	118%	124%	114%
Irri	3,52	3,47	3,92	3,94	4,14	4,36	4,36
Non Irri	1,73	1,71	1,77	1,83	1,9	1,95	1,95
Washington	308%	375%	448%	519%	524%	513%	448%
Irri	4,65	5,13	6,19	7,24	7,67	7,85	7,85
Non Irri	1,14	1,08	1,13	1,17	1,23	1,28	1,28
Florida	18%	16%	26%	29%	32%	35%	26%
Irri	7,1	7,09	7,18	7,28	7,43	7,57	7,57
Non Irri	6,04	6,11	5,72	5,66	5,63	5,61	5,61
Georgia	-11%	-8%	-6%	2%	16%	20%	2%
Irri	3,09	3,14	2,98	3,12	3,43	3,6	3,6
Non Irri	3,48	3,42	3,17	3,07	2,95	3	3,00
Arkansas	33%	40%	41%	59%	63%	63%	50%
Irri	2,16	2,3	2,53	2,79	3	3,1	3,05
Non Irri	1,63	1,64	1,79	1,76	1,84	1,9	1,90
Louisiana	-7%	-8%	-7%	-7%	-6%	-5%	-7%
Irri	1,7	1,85	2	2,15	2,27	2,4	2,2
Non Irri	1,83	2	2,15	2,3	2,42	2,53	2,27
Mississippi	5%	15%	17%	18%	23%	25%	17%
Irri	2,02	2,33	2,44	2,76	2,93	3,03	3,03
Non Irri	1,93	2,02	2,09	2,33	2,39	2,42	2,42
Texas	14%	7%	5%	14%	14%	14%	11%
Irri	1,68	1,67	1,66	1,7	1,88	2,05	2,05
Non Irri	1,48	1,56	1,58	1,49	1,65	1,8	1,80
Promedio Total	99%	99%	104%	108%	112%	113%	106%
Irri	3,79	3,95	4,20	4,51	4,77	4,90	4,90
Non Irri	1,91	1,98	2,06	2,16	2,26	2,31	2,31

Fuente: United States Department of Agriculture, National Agricultural Statistics Service Land Values 2014 Summary August 2014.

B. Tasa de Apreciación Anual de la Tierra, granos y costos

Otro factor en los supuestos relacionado al valor de la tierra tiene que ver con la tasa de apreciación anual del precio de la tierra determinado en 5.5%. Esta tasa se compone de distintos factores:

- El incremento en la productividad: más allá de la transformación inicial de la tierra debido a la instalación del sistema de riego y la transformación del campo como unidad productiva, luego el mercado a través del tiempo torna a transformarse en perfecto.

Entendemos la productividad de un campo como un factor determinante en su precio, a su vez existen bienes sustitutos en el mercado que limitan el incremento del precio, con el paso del tiempo la disponibilidad de estos bienes (campos con posibilidad de ser regados) se reduce orientándose al mercado perfecto.

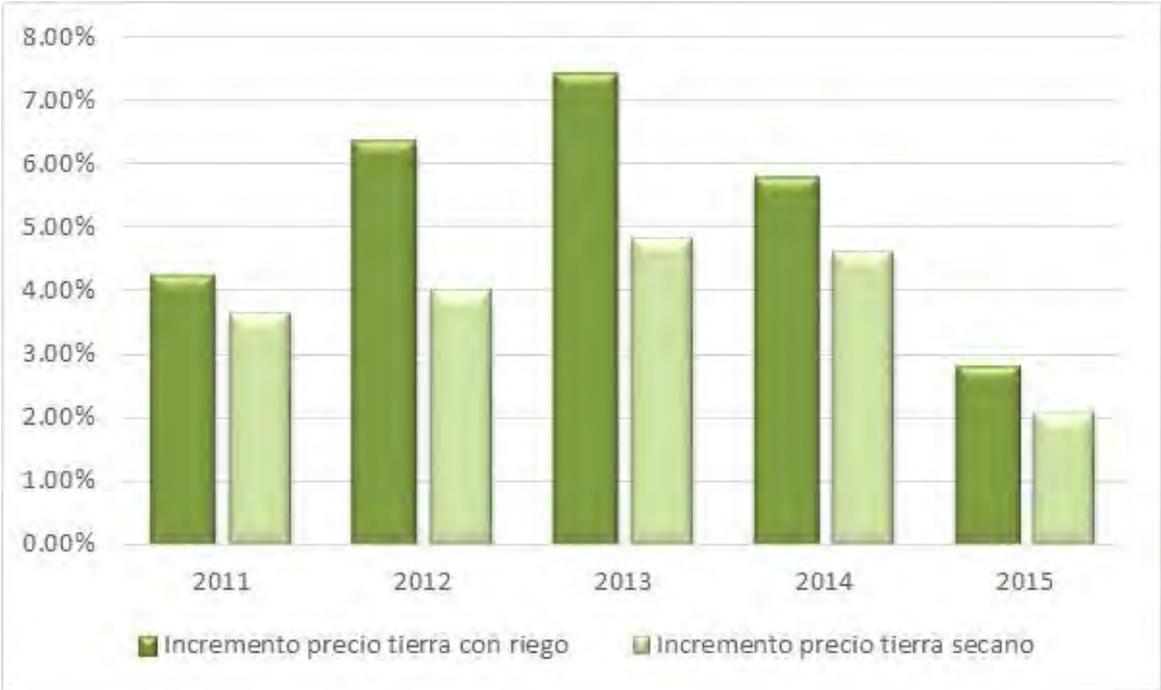
- Oferta Limitada: continuando con lo mencionado en el párrafo anterior, la oferta de los bienes similares a los que formarán parte de los activos del Fideicomiso es limitada y a medida que más se desarrollen y transformen estos campos, menos posibles bienes sustitutos existirán de menor precio.

A su vez, es interesante mencionar la tierra como activo finito de manera conceptual. Mientras que la población siga creciendo y su consumo continúe incrementándose, la oferta no sigue por el mismo camino. La evolución tecnológica y genética nos ha llevado a mejorar los rindes año a año, y se han desarrollado millones de hectáreas a nivel mundial. Sin embargo esta expansión de la frontera de producción tiene un límite, y ese límite incluso amenaza con ser reducido con el crecimiento de las grandes ciudades. No se puede reproducir la tierra, ni el agua, este concepto es que nos posiciona ante un bien escaso cuya lógico comportamiento es el crecimiento de valor, tanto absoluto como relativo, en el largo plazo.

A modo de ejemplo de los dos puntos anteriores adjuntamos una tabla creada con datos del USDA, en donde se puede apreciar que el precio de la tierra en U.S. se apreció cerca del 5% anual desde el 2010 a la fecha, pero a su vez se puede apreciar que la tierra con riego creció 5.30%, es decir un 36.57% más que la tierra en seco.

Incremento precio tierra arable EE.UU.	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Incremento precio tierra con riego	4.22%	6.33%	7.38%	5.76%	2.80%	5.30%
Incremento precio tierra seco	3.66%	4.04%	4.85%	4.63%	2.08%	3.85%
Incremento precio tierra Riego / Secano	15%	57%	52%	25%	34%	36.57%

Fuente: United States Department of Agriculture, National Agricultural Statistics Service Land Values 2014 Summary August 2014.

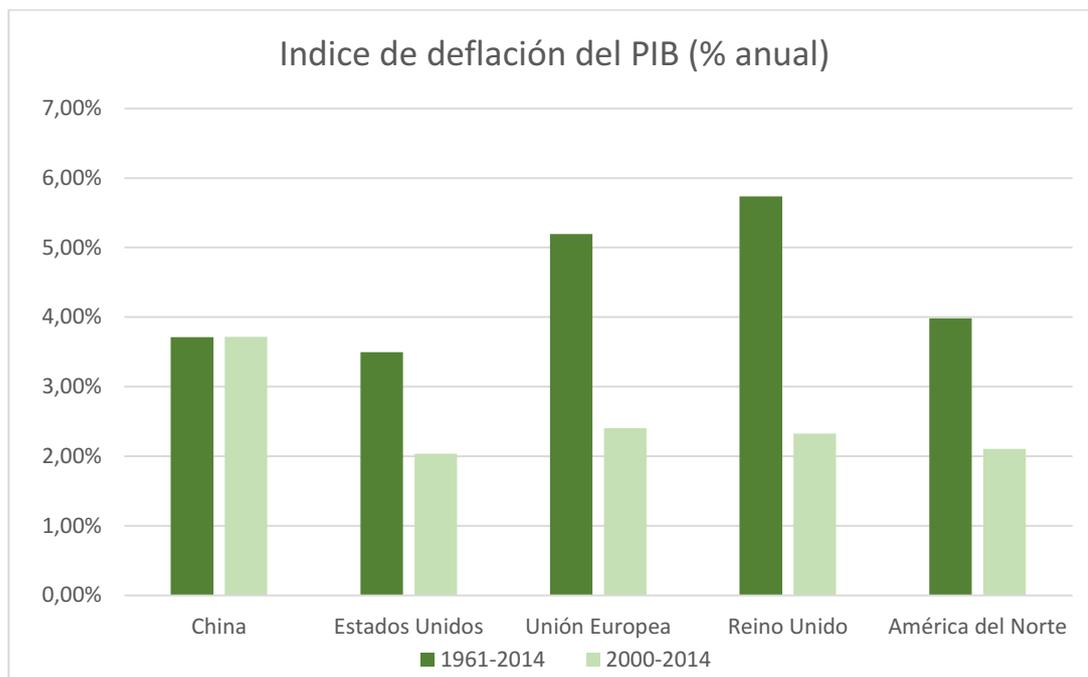


Fuente: United States Department of Agriculture, National Agricultural Statistics Service Land Values 2014 Summary August 2014.

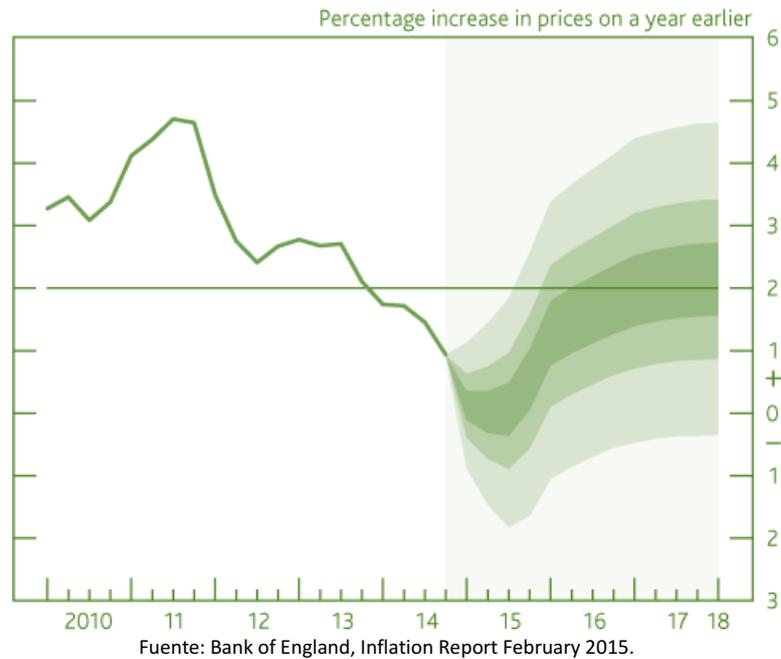
- **Inflación:** el modelo que se utiliza en el plan de negocio se encuentra en valores nominales, por lo tanto los factores de incremento de precios, tanto en la tierra como en los ingresos y costos, debe considerar a la inflación. Utilizamos información del Banco Mundial para entender el comportamiento de la inflación en las principales economías agropecuarias del mundo. El promedio simple mundial se encuentra muy por encima de estos valores, pero creemos que representantes como Estados Unidos, China y la Unión Europea son representativos de la realidad mundial.

Índice de deflación del PIB (% anual)	1961-2013	2000-2013
China	3,71%	3,92%
Estados Unidos	3,49%	2,08%
Unión Europea	5,20%	2,51%
Reino Unido	5,74%	2,37%
América del Norte	3,98%	2,14%
Uruguay	41,85%	7,61%
Brasil	235,59%	7,85%
Argentina	181,24%	13,90%
Promedio	60,10%	5,30%

Fuente: Datos sobre las cuentas nacionales del Banco Mundial y archivos de datos sobre cuentas nacionales de la OCDE.



Fuente: Datos sobre las cuentas nacionales del Banco Mundial y archivos de datos sobre cuentas nacionales de la OCDE.



Esta estadística muestra la tasa de inflación anual en los EE.UU. desde 2008 hasta 2013 con proyecciones adicionales hasta 2019. Los datos de Estados Unidos representan promedios de la ciudad. El período de base es 1982-1984. En economía, la tasa de inflación es una medida de la inflación, la tasa de aumento de un índice de precios (en este caso: el índice de precios al consumidor). Es el porcentaje de variación de los precios de nivel con el tiempo. La tasa de disminución en el poder adquisitivo del dinero es aproximadamente igual.

Inflación EE.UU.



Fuente: Statista Inc., www.statista.com

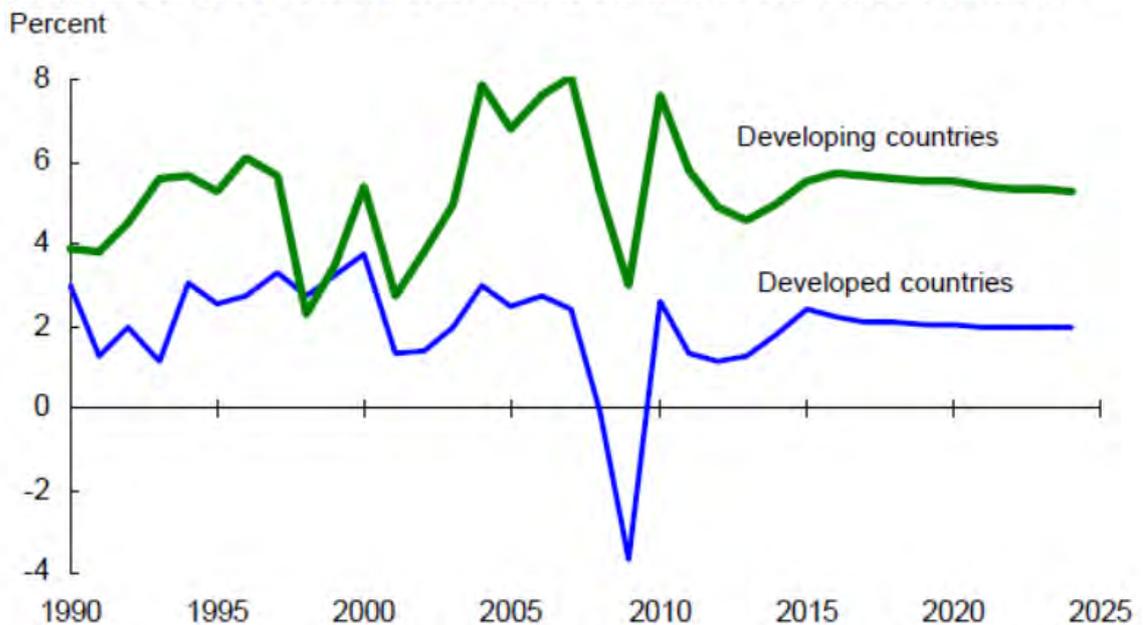
U.S. and world gross domestic product (GDP) growth



Fuente: United States Department of Agriculture, Agricultural Projections to 2024

En el gráfico de arriba se puede apreciar la el crecimientos del PBI presupuestado hasta el año 2025, tanto para usa como para el mundo. Mientras que en el gráfico inferior se aprecia como los países desarrollados como Uruguay se inclinan a tener niveles de crecimiento del PBI casi el doble de los países completamente desarrollados.

Gross domestic product (GDP) growth: Developing countries are projected to grow at more than double the rate of developed countries



Fuente: United States Department of Agriculture, Agricultural Projections to 2024

- Incremento de precios y costos: el incremento del precio de los granos y los costos en el largo plazo tiene que ver con dos principales factores:
 - En términos reales: una oferta con tasas de crecimiento menores a la de la demanda en el largo plazo
 - En términos nominales: la inflación generalizada de los precios

Estos factores tienen influencia en el plan de negocios, tanto a los niveles de flujo de fondos, como a su vez en la apreciación de la tierra. Ya mencionamos previamente el efecto de la inflación generalizada de precios en el precio de la tierra, y ahora agregamos el segundo factor, que tiene que ver con el cambio de precio real debido a cambios de la demanda y la oferta en el largo plazo.

Todos entendemos a la tierra como un activo finito, y este modelo no contempla incrementos en los rindes en el mediano plazo. Con los avances tecnológicos y genéticos, y mirando el comportamiento de los rindes en el pasado, podríamos fácilmente inferir un incremento de los rindes en el largo plazo debido a avances tecnológicos. Sin embargo, se determinó no realizar dicho supuesto, debido a que el incremento de los rindes podría ser inversamente proporcional al incremento de los precios ante una demanda estática. Por esta razón consideramos más conveniente modelar en función de expectativas de precios y costos y no de rindes.

Como conclusión es importante destacar que ya sea por rinde o por precio, se espera un crecimiento anual alrededor del 5% de los ingresos, como así también de los costos. Si el cambio en los ingresos fuera dado por los rindes y no existiera un efecto de la inflación en los costos, entendemos que los mercados ante grandes márgenes buscan ajustar los costos hacia arriba y viceversa.

A su vez podemos apreciar en la siguiente hoja la evolución de los precios de los granos considerados en este plan de negocios, desde 1960 hasta 2013 inclusive. El promedio general de crecimiento en el precio de los granos para un periodo de 53 años es, para todos los granos igual o mayor al 5%.

	SOJA	VAR. SOJA	MAÍZ	VAR. MAÍZ	TRIGO	VER. TRIGO	SORGO	VAR. SORGO	CEBADA	VAR. CEBADA	VAR. PROMEDIO
	(\$/mt)		(\$/mt)		(\$/mt)		(\$/mt)		(\$/mt)		
1960	91.83		44.50		57.99		36.58		20.15		
1961	109.33	19%	44.96	1%	58.61	1%	41.42	13%	20.75	3%	7%
1962	100.54	-0.08	48.65	8%	64.33	10%	44.70	8%	22.70	9%	5%
1963	110.09	0.10	53.77	11%	64.49	0%	47.84	7%	23.98	6%	7%
1964	110.51	0.00	54.63	2%	67.53	5%	48.24	1%	25.14	5%	2%
1965	116.87	0.06	55.67	2%	59.46	-12%	47.93	-1%	24.34	-3%	-2%
1966	125.66	0.08	58.30	5%	62.95	6%	48.58	1%	25.91	6%	5%
1967	114.73	-0.09	54.10	-7%	65.71	4%	51.90	7%	26.25	1%	-1%
1968	110.80	-0.03	47.96	-11%	62.77	-4%	52.57	1%	25.16	-4%	-4%
1969	106.75	-0.04	52.29	9%	58.39	-7%	53.76	2%	25.57	2%	0%
1970	116.92	0.10	58.40	12%	54.90	-6%	51.80	-4%	26.36	3%	3%
1971	125.58	0.07	58.40	0%	61.73	12%	55.77	8%	28.38	8%	7%
1972	140.00	0.11	55.75	-5%	69.81	13%	56.24	1%	30.07	6%	5%
1973	290.33	1.07	97.82	75%	139.81	100%	93.39	66%	51.03	70%	84%
1974	276.92	-0.05	131.23	34%	179.71	29%	120.94	30%	64.93	27%	23%
1975	219.92	-0.21	119.64	-9%	149.06	-17%	111.87	-7%	58.98	-9%	-13%
1976	231.17	0.05	112.37	-6%	132.92	-11%	105.21	-6%	55.79	-5%	-5%
1977	280.17	0.21	95.35	-15%	103.22	-22%	88.37	-16%	47.89	-14%	-9%
1978	268.33	-0.04	100.74	6%	127.75	24%	93.84	6%	54.96	15%	9%
1979	297.75	0.11	115.52	15%	160.29	25%	108.11	15%	65.25	19%	17%
1980	296.23	-0.01	125.26	8%	172.73	8%	128.86	19%	78.23	20%	11%
1981	288.42	-0.03	130.78	4%	174.96	1%	126.37	-2%	79.73	2%	1%
1982	244.60	-0.15	109.26	-16%	160.36	-8%	108.53	-14%	63.71	-20%	-15%
1983	281.59	0.15	136.02	24%	157.42	-2%	128.76	19%	70.89	11%	14%
1984	282.08	0.00	135.94	0%	152.33	-3%	118.19	-8%	78.72	11%	0%
1985	224.42	-0.20	112.23	-17%	135.83	-11%	103.01	-13%	58.82	-25%	-17%
1986	208.42	-0.07	87.56	-22%	114.92	-15%	82.41	-20%	47.56	-19%	-17%
1987	215.75	0.04	75.70	-14%	112.90	-2%	72.76	-12%	55.00	16%	-2%
1988	303.50	0.41	106.89	41%	145.20	29%	98.46	35%	70.33	28%	35%
1989	275.00	-0.09	111.52	4%	169.24	17%	105.94	8%	75.14	7%	5%
1990	246.75	-0.10	109.28	-2%	135.52	-20%	103.94	-2%	79.93	6%	-6%
1991	239.58	-0.03	107.42	-2%	128.67	-5%	105.11	1%	78.29	-2%	-2%
1992	235.50	-0.02	104.25	-3%	151.20	18%	102.75	-2%	78.68	0%	2%
1993	255.08	0.08	102.09	-2%	140.24	-7%	99.03	-4%	71.38	-9%	-3%
1994	251.83	-0.01	107.55	5%	149.73	7%	103.87	5%	72.65	2%	4%
1995	259.25	0.03	123.49	15%	176.98	18%	118.97	15%	104.01	43%	19%
1996	304.83	0.18	165.81	34%	207.60	17%	150.03	26%	119.67	15%	22%
1997	295.42	-0.03	117.09	-29%	159.48	-23%	109.62	-27%	97.24	-19%	-20%
1998	243.25	-0.18	101.99	-13%	126.13	-21%	98.04	-11%	85.05	-13%	-15%
1999	201.67	-0.17	90.22	-12%	112.04	-11%	84.39	-14%	75.94	-11%	-13%
2000	211.83	0.05	88.53	-2%	114.09	2%	88.00	4%	77.23	2%	2%
2001	195.83	-0.08	89.64	1%	126.81	11%	95.23	8%	93.94	22%	7%
2002	212.67	0.09	99.27	11%	148.08	17%	101.74	7%	108.97	16%	12%
2003	264.00	0.24	105.37	6%	146.14	-1%	106.53	5%	104.74	-4%	6%
2004	306.50	0.16	111.80	6%	156.88	7%	109.78	3%	98.99	-5%	5%
2005	274.69	-0.10	98.67	-12%	152.35	-3%	96.22	-12%	95.08	-4%	-8%
2006	268.65	-0.02	121.85	23%	192.04	26%	122.94	28%	116.62	23%	20%
2007	384.05	0.43	163.66	34%	255.21	33%	162.69	32%	172.38	48%	38%
2008	522.83	0.36	223.12	36%	326.03	28%	207.83	28%	200.52	16%	29%
2009	436.92	-0.16	165.51	-26%	224.07	-31%	151.05	-27%	128.32	-36%	-27%
2010	449.80	0.03	185.91	12%	223.58	0%	165.40	9%	158.39	23%	10%
2011	540.67	0.20	291.68	57%	316.26	41%	268.75	62%	207.20	31%	42%
2012	591.42	0.09	298.42	2%	313.24	-1%	271.93	1%	240.28	16%	6%
2013	538.42	-0.09	259.39	-13%	312.25	0%	243.28	-11%	202.18	-16%	-10%
2014	491.77	-0.09	192.88	-26%	284.90	-9%	207.20	-15%	137.57	-32%	-18%
2015	390.42	-0.21	169.75	-12%	204.47	-28%	204.74	-1%	194.33	41%	-4%
PROMEDIO		4%		4%		4%		5%		6%	5%

Fuente: Banco Mundial, Serie de Precio de Commodities

C. El precio de los granos

En la página anterior se puede apreciar el precio internacional de los distintos granos desde 1960 hasta el 2013. Los precios de la soja particularmente han alcanzado valores cercanos a los USD 350 la tonelada, sin embargo no podemos esperar el recupero de este nivel de precios en el cercano ni mediano plazo y el largo estará condicionado a la evolución de la oferta, la demanda y por consiguiente los respectivos niveles de stock mundial.

Veamos algunos indicadores de estas variables en el mediano plazo:

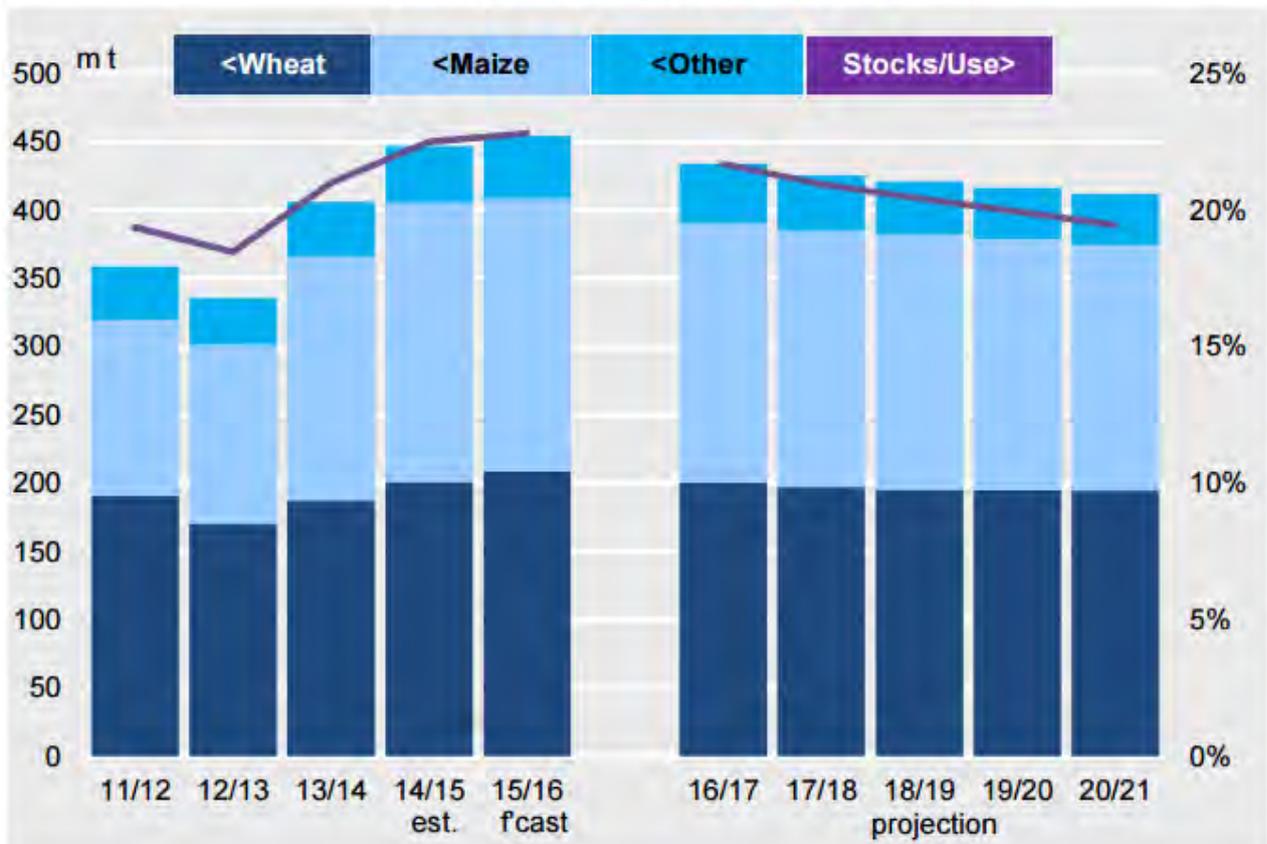
Medium term supply and demand summary

	14/15 est.	15/16 f'cast	16/17 proj.	17/18 proj.	18/19 proj.	19/20 proj.	20/21 proj.	y/y change		
								previous five-year average*	16/17	average 17/18- 20/21
TOTAL GRAINS**										
Production (m t)	2,026	1,999	1,980	2,022	2,055	2,083	2,112	2.8%	-0.9%	1.6%
Consumption (m t)	1,985	1,991	2,001	2,031	2,060	2,088	2,117	2.3%	0.5%	1.4%
Trade (Jul/Jun, m t)	322	315	315	319	324	330	336	5.5%	0.0%	1.6%
Stocks (m t)	447	454	434	425	421	416	412	..	..	..
<i>y/y change</i>	+ 41	+ 7	- 21	- 8	- 5	- 4	- 5	..	..	..
<i>stock-to-use</i>	23%	23%	22%	21%	20%	20%	19%	..	..	..
OILSEEDS***										
Production (m t)	393	386	389	398	407	414	420	3.6%	0.8%	2.0%
Consumption (m t)	378	385	392	400	409	416	423	3.8%	1.6%	2.0%
Trade (Oct/Sep, m t)	139	138	143	147	150	154	157	6.6%	3.8%	2.3%
Stocks (m t)	54	54	51	50	48	45	42	..	..	..
<i>y/y change</i>	+ 15	+ 0	- 3	- 2	- 2	- 3	- 3	..	..	..
<i>stock-to-use</i>	14%	14%	13%	12%	12%	11%	10%	..	..	..

Fuente: International Grains Council, Five-year global supply and demand projections, December 2014

En el mundo granos (trigo y cereales secundarios) se proyecta a un crecimiento de alrededor de 1 % anual, impulsado principalmente por la expansión de los usos de piensos y alimentos. La demanda de alimentos muestra pocos cambios en general, pero el aumento de la población mantiene una tendencia al alza en el consumo total. La demanda de carne y ganado se supone que crezca a una tasa comparativamente mayor, ya que los consumidores en algunos países en desarrollo siguen diversificándose hacia dietas lejana al consumo humano de grano y más de carnes. Por lo tanto, las necesidades de transformación de grano en carne están expandiéndose fuertemente en relación con otros usos, que representa casi la mitad del aumento total. Se prevé que el uso industrial de los cereales siga aumentando, pero a un ritmo bastante modesto como en los sectores de etanol.

Total grains*: World stocks

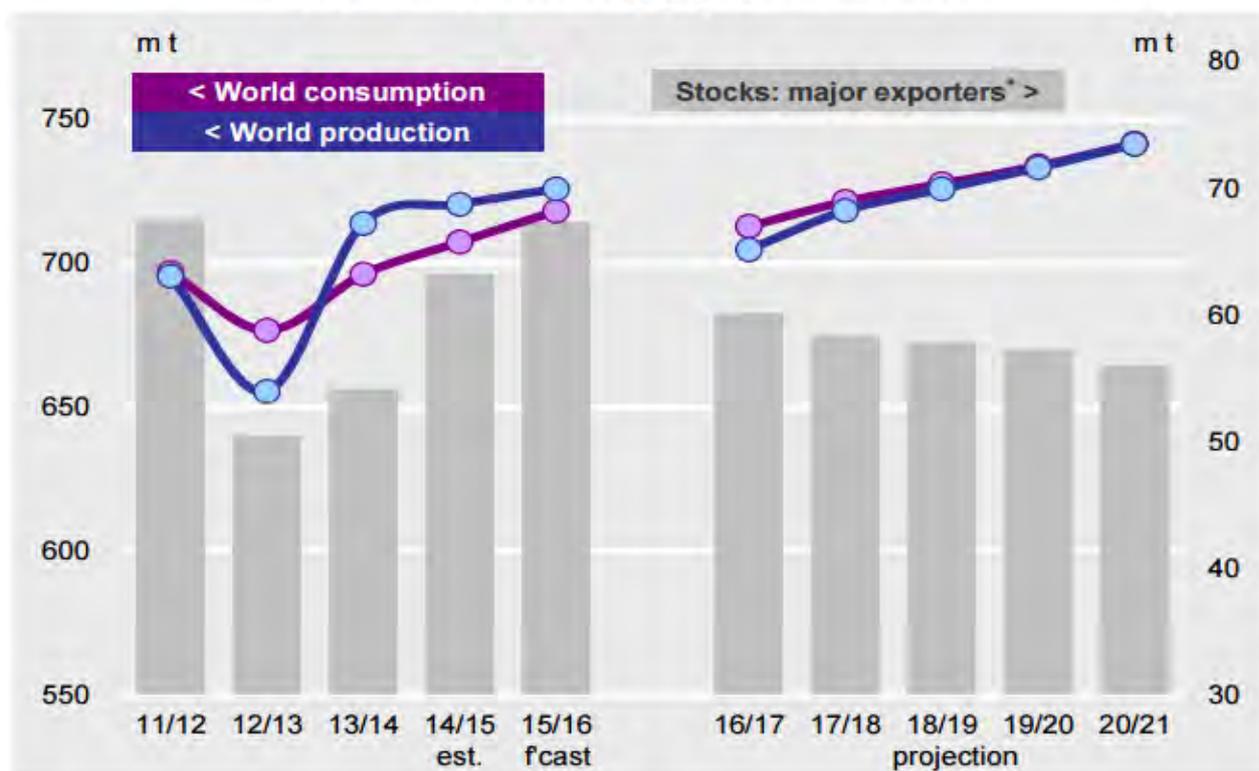


Fuente: International Grains Council, Five-year global supply and demand projections, December 2014

Después de haber incrementado a niveles relativamente altos en las últimas temporadas, una reducción de los inventarios globales es posible, sobre todo para el maíz. La relación entre las existencias a utilizar está posicionado en un pico de cinco años del 22% al final de 2015, pero se espera que se reduzca a cerca del 19%.

El crecimiento proyectado en el comercio mundial de cereales se centra en la compra de más volumen de maíz, especialmente por parte de China, pero con alzas sólidas para el grano en otras partes de Asia, América y África. El crecimiento de consumo de trigo tiende a permanecer por debajo del récord en 2013/14, pero sin embargo, mantener una tendencia al alza.

Wheat: World supply and demand



Fuente: International Grains Council, Five-year global supply and demand projections, December 2014

En el caso particular del trigo como en el 2013 se aprecia un crecimiento de la producción muy por encima de los incrementos en la demanda mundial, y con eso la depresión actual de los precios. Es importante destacar que cuando se evalúa proyectos de este tipo en el mediano a largo plazo, las cuestiones coyunturales de producción que vienen de la mano de la variabilidad climática deben ser consideradas desvíos, ya que su comportamiento de los promedios y del comportamiento promedio en el largo plazo.

Wheat: Medium term supply and demand summary

	14/15 est.	15/16 fcast	16/17 proj.	17/18 proj.	18/19 proj.	19/20 proj.	20/21 proj.	y/y change		
								previous five year average*	16/17	17/18- 20/21
Yield (t/ha)	3.2	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	1.8%	-2.4%	1.0%
Area (m ha)	223	222	221	223	223	223	223	0.4%	-0.5%	0.2%
Production (m t)	721	726	705	718	726	733	741	1.4%	-2.9%	1.3%
Consumption (m t)	707	718	713	721	728	734	742	1.8%	-0.7%	1.0%
of which:										
<i>food</i>	477	484	489	494	499	505	510	1.3%	1.1%	1.1%
<i>feed</i>	139	146	136	138	138	138	140	4.9%	-6.8%	0.6%
<i>industrial</i>	22	22	22	22	22	23	23	0.7%	0.6%	0.6%
<i>of which ethanol</i>	8	8	8	8	8	8	8	-0.8%	0.3%	0.3%
Trade (Jul/Jun, m t)	153	150	152	153	155	158	161	3.8%	1.2%	1.4%
Stocks (m t)	201	209	200	197	195	195	195	..	..	..
y/y change	+ 13	+ 8	- 8	- 3	- 2	- 1	- 0	..	..	..
<i>major exporters**</i>	63	67	60	58	58	57	56	..	..	..

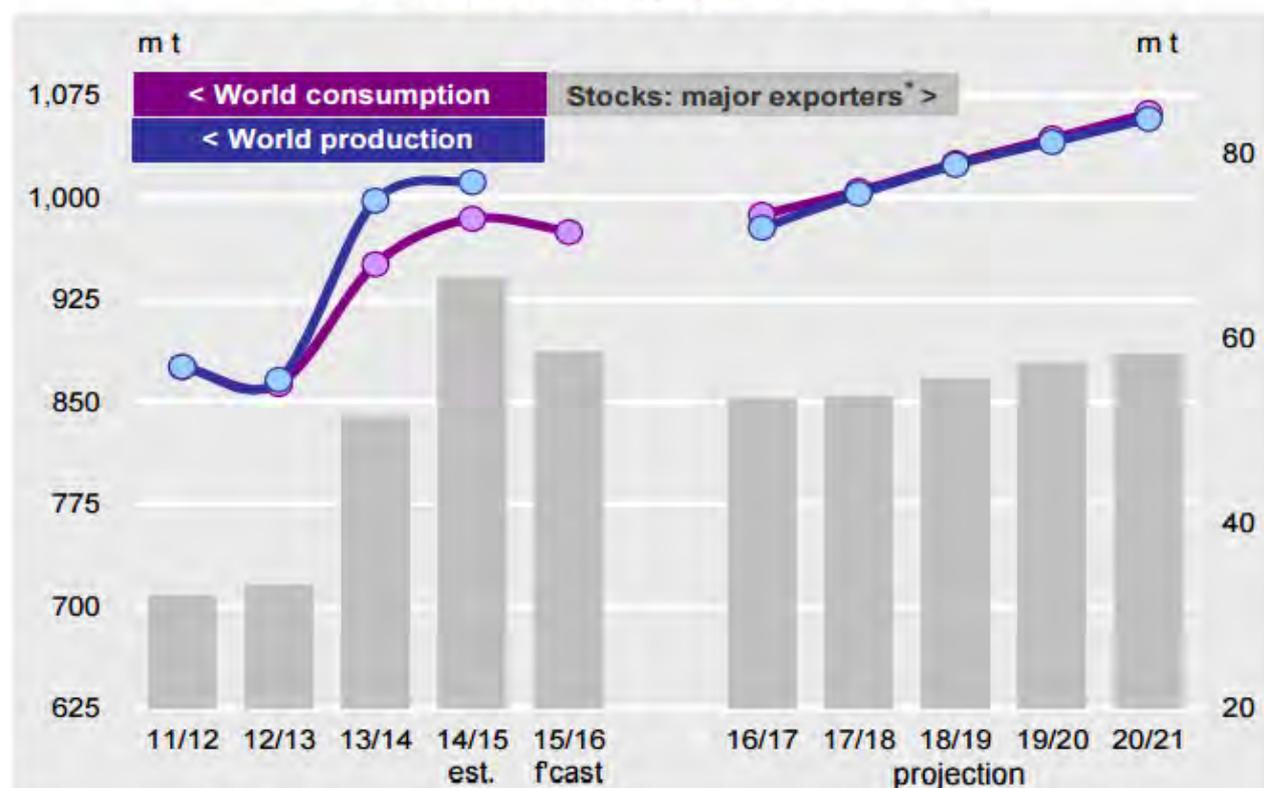
Evaluando un poco los precios históricos y su comportamiento podemos vislumbrar la disparada de precios luego de años con escasa producción, mientras que hoy estamos viviendo el ciclo opuesto. Se presenta para los 5 años próximos una proyección (que vale la pena aclarar que no es más que una proyección debido a que no se conoce el volumen de las futuras cosechas ni el clima y su efecto) donde la demanda y la oferta se acompañan de manera pareja, poniendo una vez más a la demanda por encima de la oferta.

Maize: Medium term supply and demand summary

	14/15 est.	15/16 fcast	16/17 proj.	17/18 proj.	18/19 proj.	19/20 proj.	20/21 proj.	y/y change		
								previous five year average*	16/17	average 17/18- 20/21
Yield (t/ha)	5.7	5.6	5.5	5.6	5.7	5.8	5.8	1.9%	-0.1%	1.3%
Area (m ha)	177	175	176	178	179	180	181	1.4%	0.9%	0.7%
Production (m t)	1,011	970	978	1,002	1,024	1,041	1,058	3.4%	0.8%	2.0%
Consumption (m t)	984	974	987	1,005	1,025	1,043	1,062	3.0%	1.3%	1.8%
of which:										
<i>food</i>	108	108	110	112	114	116	118	2.1%	1.8%	1.8%
<i>feed</i>	574	563	570	581	595	608	622	3.7%	1.2%	2.2%
<i>industrial</i>	264	267	270	273	276	279	281	2.0%	1.0%	1.0%
<i>of which ethanol</i>	161	163	163	164	166	166	167	1.8%	0.5%	0.5%
Trade (Jul/Jun, m t)	125	125	124	125	127	130	132	6.3%	-0.8%	1.6%
Stocks (m t)	205	200	190	188	187	184	180	..	..	..
<i>y/y change</i>	+ 27	- 5	- 10	- 2	- 1	- 3	- 4	..	..	..
Major exporters**	67	59	54	54	56	57	58	..	..	..

Fuente: International Grains Council, Five-year global supply and demand projections, December 2014

Maize: World supply and demand



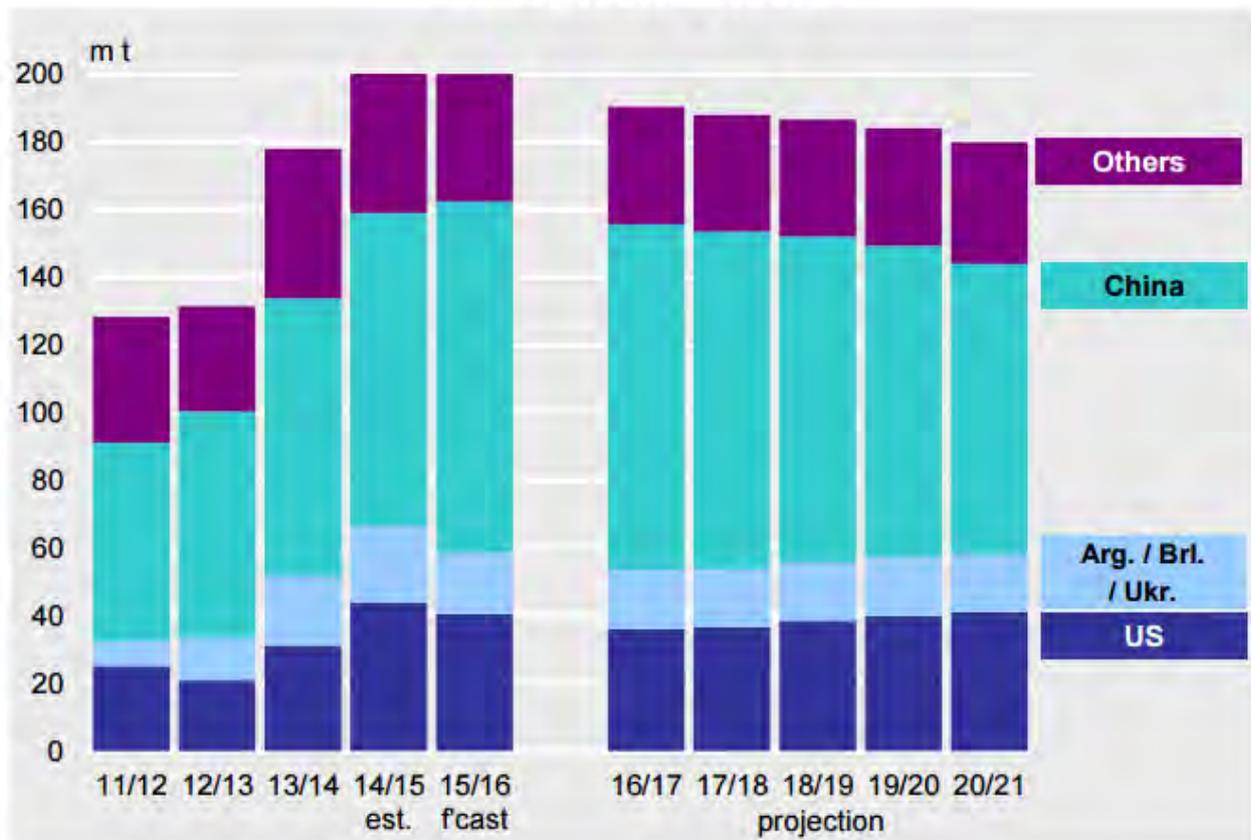
Fuente: International Grains Council, Five-year global supply and demand projections, December 2014

Nos encontramos con una situación similar a la del trigo en el maíz. En los cuatro años siguientes, las plantaciones mundiales se proyectan con tendencia alcista, con la fuerte demanda y las existencias en disminución, puede proporcionar algún apoyo a los precios. Al final las decisiones de siembra descansarán en las relaciones de precios. La soja es probable que presente una dura competencia por la tierra, sobre todo en Brasil, Argentina y los EE.UU. Se pronostica que el crecimiento a medio plazo en la zona va a caer en la medida del 2,0% en los cinco años para 2015, con la desaceleración con referencia fundamentalmente a las limitaciones de tierras agrícolas en China. El maíz es ahora un importante cultivo de exportación en Ucrania y Rusia y con la demanda interna en ambos países también en aumento, se pronostica que las plantaciones puedan aumentar a nuevos máximos.

El consumo mundial se prevé que aumente a nuevos máximos en el mediano plazo, con aumentos en el uso de piensos, alimentos y procesamiento industrial. El consumo se proyecta 0.4% mayor en 2015/16, con un crecimiento medio en los próximos cuatro años cercano al 1,7%, el incremento de la utilización total de 1,031mt de 2019/20. En comparación con el pasado mes de noviembre, el consumo global se sitúa en niveles ligeramente superiores.

La alimentación y el uso de alimentos presentan proyecciones globales más altas que antes, pero casi compensadas por reducciones del consumo industrial, principalmente reflejando por la producción de almidón en China. El maíz es un ingrediente de energía económica para ganado y aves de corral, con altos niveles de carbohidratos y grasas que contribuyen al aumento de peso de los animales rápida. Es el cultivo de cereales forrajeros más utilizado, con un consumo promedio de más de 500mt anuales durante los últimos cinco años, con el uso de trigo forrajero en comparación con un promedio de alrededor de 135 millones. La demanda de piensos representó en promedio 57% de maíz en general utilizado durante este período y se espera que sea el principal motor del crecimiento en el mediano plazo.

Maize: World stocks



Fuente: International Grains Council, Five-year global supply and demand projections, December 2014

En el caso de la soja, se esperan un comportamiento similar al del trigo y maíz, donde los niveles de stock-to-use caen levemente en los próximos 5 años y la demanda alcanza y acompaña levemente por encima a la oferta.

Soyabeans: Medium term supply and demand summary

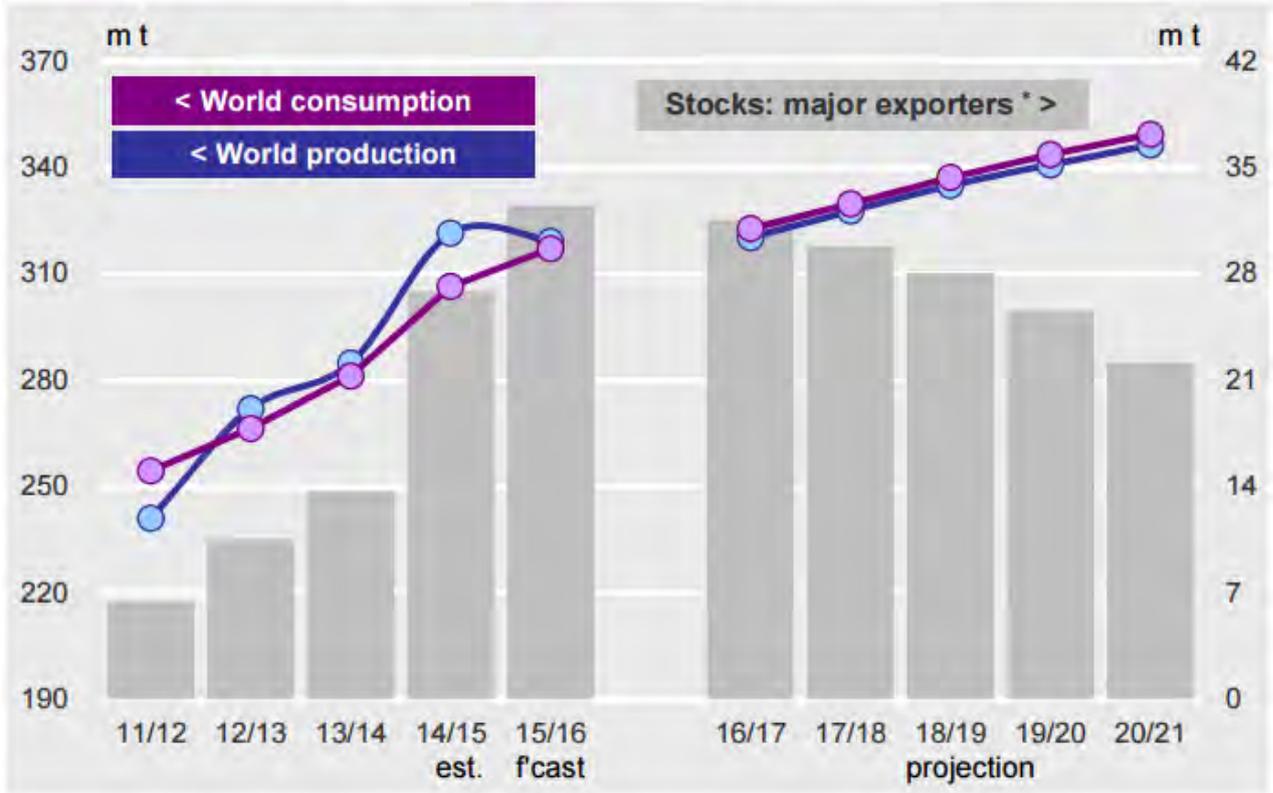
	14/15 est.	15/16 fcast	16/17 proj.	17/18 proj.	18/19 proj.	19/20 proj.	20/21 proj.	y/y change		
								previous five-year average*	16/17	average 17/18- 20/21
Yield (t/ha)	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7	1.0%	0.5%	0.6%
Area (m ha)	121	123	123	125	127	128	130	2.8%	-0.2%	1.4%
Production (m t)	321	319	320	328	335	341	346	4.0%	0.4%	2.0%
Consumption (m t)	306	317	323	330	337	344	349	4.2%	1.8%	2.0%
of which:										
Crush	271	281	287	293	300	306	312	4.4%	2.0%	2.1%
Feed	17	17	17	17	18	18	18	3.9%	-0.7%	1.0%
Food	16	17	17	18	18	18	18	2.7%	-0.6%	1.0%
Trade (Oct/Sep, m t)	125	126	130	133	136	139	141	6.9%	3.1%	2.2%
Stocks (m t)	47	49	47	45	42	39	36	..	..	..
y/y change	+ 15	+ 2	- 2	- 2	- 2	- 3	- 3	..	..	..
major exporters**	27	33	32	30	28	26	22	..	..	..

Fuente: International Grains Council, Five-year global supply and demand projections, December 2014

La expansión prevista de la soja global hacia el 2019/20 también refleja el crecimiento previsto de la demanda - para el aceite de soja - de los alimentos y del sector industrial. Como en años anteriores, se espera que el aumento del consumo de alimentos debe sustentarse en el aumento del consumo en los mercados asiáticos, principalmente China y la India, donde el crecimiento en los ingresos y los cambios en las dietas están impulsando la demanda de aceites vegetales.

El uso industrial mientras que representa un componente relativamente pequeño de uso general, se ve cada vez más, liderado por Estados Unidos y América del Sur. Las aplicaciones son de gran alcance al incluir el uso de aceite de soja como materia prima en la producción de biodiesel, junto con una serie de otras aplicaciones de menor volumen, como la fabricación de adhesivos, recubrimientos, lubricantes y plásticos.

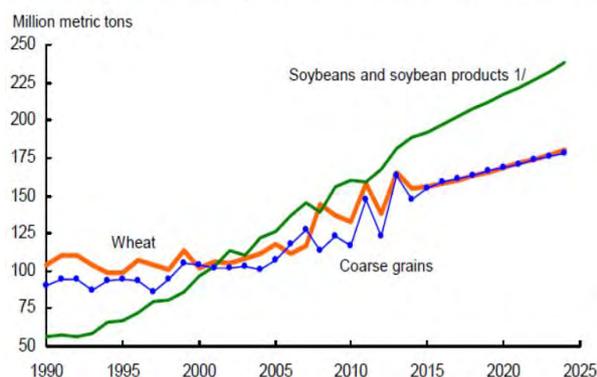
Soyabeans: World supply and demand



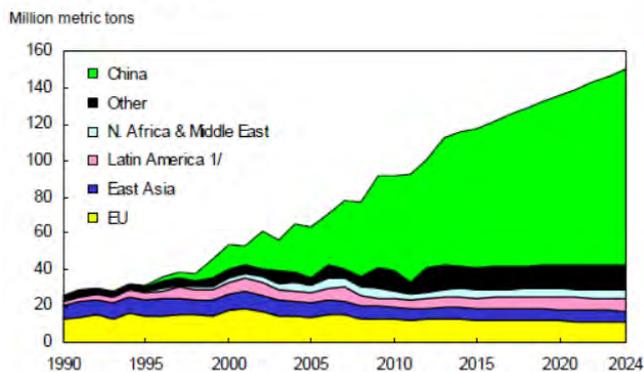
Fuente: International Grains Council, Five-year global supply and demand projections, December 2014

Las existencias mundiales (agregado de las respectivas campañas locales) se observan aumentando fuertemente en 2014/15, en casi un 40% alrededor de 40 millones de toneladas. La expansión está centrada en los aumentos previstos de los principales exportadores, liderado por los EE.UU., donde un gran resultado de la ejecución incrementa sustancialmente las disponibilidades. Con base en las proyecciones para producción y consumo, los remanentes mundiales de la temporada final se verán reducidos durante los próximos cinco años, alrededor de 30 millones de toneladas en 2019/20. Sin embargo, los niveles medios de existencias seguirían siendo alrededor del 10% mayor que en los cinco años anteriores.

Global trade: Wheat, coarse grains, and soybeans and soybean products



Global soybean imports



Fuente: USDA, Agricultural Projections to 2024

El comercio mundial de soja y sus derivados ha aumentado rápidamente desde principios de 1990 y superado el comercio mundial de trigo y cereales secundarios totales (maíz, cebada, sorgo, centeno, avena, mijo y granos mixtos). Se prevé un fuerte crecimiento continuo de la demanda mundial de aceite vegetal y proteína, sobre todo en China y otros países asiáticos, se espera que mantenga el comercio de la soja y subproductos muy por encima de trigo u otro comercio de cereales secundarios en toda la próxima década.

A nivel mundial, la superficie total sembrada con cereales, semillas oleaginosas anuales, y el algodón se proyecta ampliar a una tasa promedio anual del 0,5 por ciento, desde 2015 hasta 2024. El área se expande más rápidamente en los países con una reserva de suelo disponible y políticas que permitan a los agricultores responder a los precios. Estos países incluyen a Rusia, Ucrania, Brasil, Argentina, otros países de América del Sur y algunos países de África.

El crecimiento de la población es un factor importante para impulsar el crecimiento global en la demanda de productos agrícolas. Además, el aumento del ingreso per cápita en la mayoría de los países complementa las ganancias de población en la demanda de aceites vegetales, carnes, horticultura, lechería y granos. El consumo mundial de semillas oleaginosas se prevé que aumente un 21% más en los próximos 10 años, en comparación con 15% para las carnes y 15% para el total de los cereales secundarios.

El aumento de la demanda de cereales, semillas oleaginosas y otros cultivos ofrece incentivos para ampliar el área cultivada y la intensidad de los cultivos, sin embargo la ampliación de la frontera agrícola ya ha alcanzado sus máximos y el crecimiento de los rindes no prevé un crecimiento substancial en el corto plazo.

Indice de Precios, Actuales y Esperados

	Price Indices (2010=100)						Change (%)		Revision ²	
	2012	2013	2014	2015	2016F ¹	2017F ¹	2015-16	2016-17	2016F	2017F
Energy	128	127	118	65	49	62	-24.7	25.8	-17.0	-8.3
Non-Energy³	110	102	97	82	79	81	-3.7	2.2	-4.6	-4.3
Metals	96	91	85	67	60	63	-10.2	4.2	-9.2	-8.5
Agriculture	114	106	103	89	88	89	-1.4	1.6	-2.5	-2.3
Food	124	116	107	91	89	91	-1.7	1.9	-3.1	-2.8
Grains	141	128	104	89	86	88	-3.4	2.6	-5.0	-4.5
Oils and meals	126	116	109	85	83	86	-2.2	2.9	-4.2	-3.8
Other food	107	104	108	100	100	101	0.1	0.3	-0.1	0.0
Beverages	93	83	102	94	93	92	-0.9	-0.9	0.6	0.5
Raw Materials	101	95	92	83	83	85	-0.7	2.2	-2.6	-2.5
Fertilizers	138	114	100	95	92	92	-3.9	0.3	-3.3	-2.5
Precious Metals³	138	115	101	91	83	83	-8.0	-0.3	-7.5	-6.7
Memorandum items										
Crude oil (\$/bbl)	105	104	96	51	37	48	-27.1	29.7	-14.4	-6.6
Gold (\$/toz)	1,670	1,411	1,265	1,160	1,075	1,066	-7.3	-0.8	-81.2	-71.3

Fuente: World Bank, Commodity Price Outlook, January 2016

Actualmente el mundo está pasando por un escenario de precios de commodities menor al esperado, en el caso de la agricultura se puede apreciar una continuidad de campañas agrícolas en los 3 países que producen la mayor parte de la soja y el maíz del mundo (US, Brasil y Argentina). El incremento considerable en la oferta y en los stocks ha llevado al mercado a una situación coyuntural de exceso de oferta, sin embargo esto no es lo que se espera en el mercado del mediano y largo plazo.

El Banco Mundial, ya iniciado el 2016, espera que los precios estén incluso por debajo del 2010, que fueron buenos precios y que luego continuaron subiendo. Es importante destacar que el Banco Mundial no puede contemplar en sus análisis el comportamiento climático errático, sino que trabaja sobre promedios. Otra cosecha record podría mantener el escenario de precios bajos por más tiempo de los esperado, como así también un año de clima seco podría subir los precios estrepitosamente. Por eso es conveniente comprender y utilizar el comportamiento histórico para el estudio de estas variables, contemplando las producciones esperadas promedio y el comportamiento de la demanda.

D. El comportamiento de los rindes con riego

La agricultura nacional se modificó significativamente en los últimos años, la superficie sembrada se multiplicó por cuatro aproximadamente entre 2000 y 2012 (MGAP-DIEA, 2013). Asimismo, la actividad agrícola que era mayoritariamente invernal y dominada por trigo y cebada, se transformó en principalmente estival con un predominio marcado del cultivo de soja.

Con las transformaciones producidas se modificaron las limitantes ambientales más importantes y los principales problemas del manejo agrícola. Los cultivos de verano realizados en secano, poseen como principal limitante la disponibilidad hídrica en primavera y verano, y como consecuencia ésta es la determinante fundamental del rendimiento. Cuando la disponibilidad de agua no es adecuada a los requerimientos en las diferentes etapas de desarrollo, los cultivos disminuyen su potencial productivo.

La disponibilidad hídrica de los cultivos de verano está determinada por tres factores relacionados a la oferta y a la demanda de agua, a saber:

a) El inicio de la estación de crecimiento de los cultivos de verano está limitado por las temperaturas, esto provoca que las siembras se deban comenzar en los meses de setiembre en maíz y de octubre en soja y sorgo, y por lo tanto las etapas de mayor importancia en la determinación del rendimiento se ubican en los meses de mayor demanda atmosférica (diciembre, enero y febrero).

b) La capacidad de almacenamiento de agua disponible en la mayoría de los suelos es relativamente baja en relación al consumo de los cultivos, la misma puede cubrir aproximadamente entre el 20 y 30 % del consumo, esta limitante de los suelos genera una gran dependencia de las recargas hídricas.

c) Las recargas de agua en los suelos del país proviene casi exclusivamente de las precipitaciones (PP) y el régimen de éstas posee como característica principal la elevada variabilidad, tanto en volumen como en intensidad, y en general no cubren las demandas atmosféricas en las etapas críticas de determinación del rendimiento. Cuando la disponibilidad de agua es limitante y se encuentra por debajo de los umbrales requeridos, la transpiración de los cultivos se reduce y la disminución depende directamente de características del cultivo como la capacidad para absorber agua, el sistema radicular, el ajuste osmótico y de factores del suelo como el contenido de agua disponible (AD) y la conductividad hidráulica. Las reducciones en la transpiración provocan descensos en la fijación de CO₂ y como consecuencia en la producción de biomasa e índice de cosecha (Fereres y Soriano, 2007).

Adjuntamos a continuación los resultados de un estudio realizado por el INIA, que constata e incluso excede las expectativas de rindes que se proyectan en el Fideicomiso Tierras Irrigadas.

A continuación se presenta un resumen del estudio realizado por INSTITUTO NACIONAL DE INVESTIGACIÓN AGROPECUARIA URUGUAY RIEGO SUPLEMENTARIO EN CULTIVOS Y PASTURAS Proyecto FPTA-261 Respuesta física y económica al riego suplementario en cultivos y pasturas y desarrollo de la tecnología de riego por superficie en siembra directa:

RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Maíz
Rendimiento en grano

En la Figura 6, se muestra el rendimiento en grano obtenido en los diferentes tratamientos evaluados en las tres temporadas de estudio. Se observa que en el T1 sin deficiencias hídricas, el rendimiento varió entre 13 y 15 t ha⁻¹ aproximadamente. Los menores rendimientos en el T1 se obtuvieron en la temporada 1, como consecuencia de las características climáticas extremas en dicha temporada que presentaron PP muy superiores a los promedios del país (Figura 1) que provocaron una baja radiación solar incidente durante la mayor parte del ciclo, dado el número elevado de días nublados. Estas características climáticas impidieron una mayor fijación de CO₂ y como consecuencia se afectó en forma negativa la producción de biomasa y rendimiento en grano. En las temporadas 2 y 3, no se presentaron factores de clima extremos y los rendimientos obtenidos fueron del entorno de las 15 t ha⁻¹.

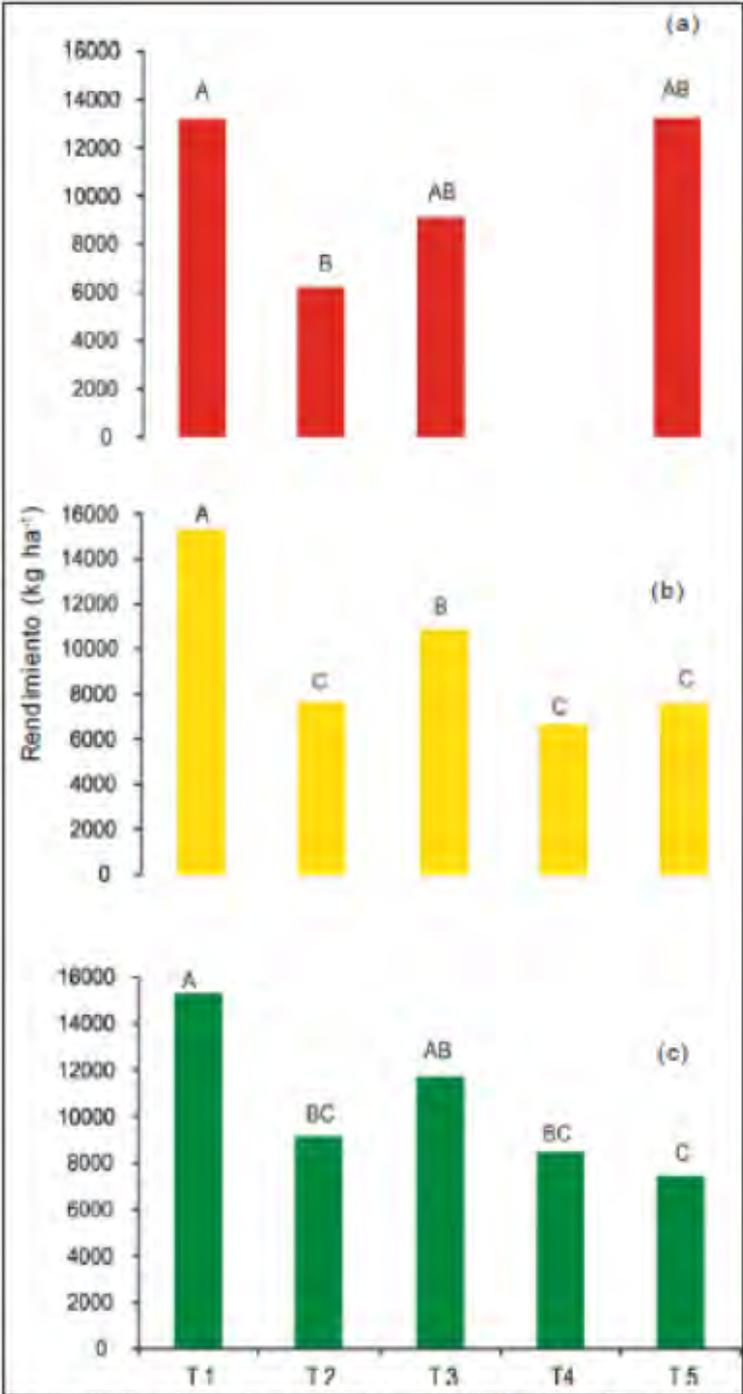


Figura 6. Rendimiento en grano (kg ha⁻¹) de maíz para los tratamientos evaluados en las temporadas 2009-10 (a), 2010-11 (b) y 2011-12 (c).

Soja

Rendimiento en grano

En la Figura 9 se muestran los resultados obtenidos en rendimiento de soja en los tratamientos evaluados, en las tres temporadas de estudio. El rendimiento en grano del T1 sin deficiencias hídricas, varió entre 4,9 y 7,3 t ha⁻¹ aproximadamente. Los rendimientos menores se obtuvieron en la temporada 1, al igual que en maíz debido a los excesos de PP y al elevado número de días nublados y a las consecuencias sobre la radiación solar incidente explicitadas anteriormente.

Los rendimientos superiores se lograron en la temporada 2, en la que las PP durante el ciclo fueron las más bajas de las tres temporadas evaluadas. La diferencia en el rendimiento de soja entre los T1 de la mejor y peor temporada fue de 33 % y en maíz esa misma diferencia alcanzó a 14 %.

Además, se constataron diferencias en rendimiento en el T1 entre las temporadas 2 (7,3 t ha⁻¹) y 3 (6,2 t ha⁻¹), implicando diferencias de un 15 %. Las pérdidas de rendimiento por deficiencias hídricas durante el PC (T2) fueron de 2,5 a 3,2 t ha⁻¹ de grano aproximadamente, implicando reducciones de 44 a 50 % en relación al T1. Se destacó la susceptibilidad a las deficiencias hídricas de soja en el PC (R4 y R6) con disminuciones del rendimiento similares a las evaluadas en maíz.

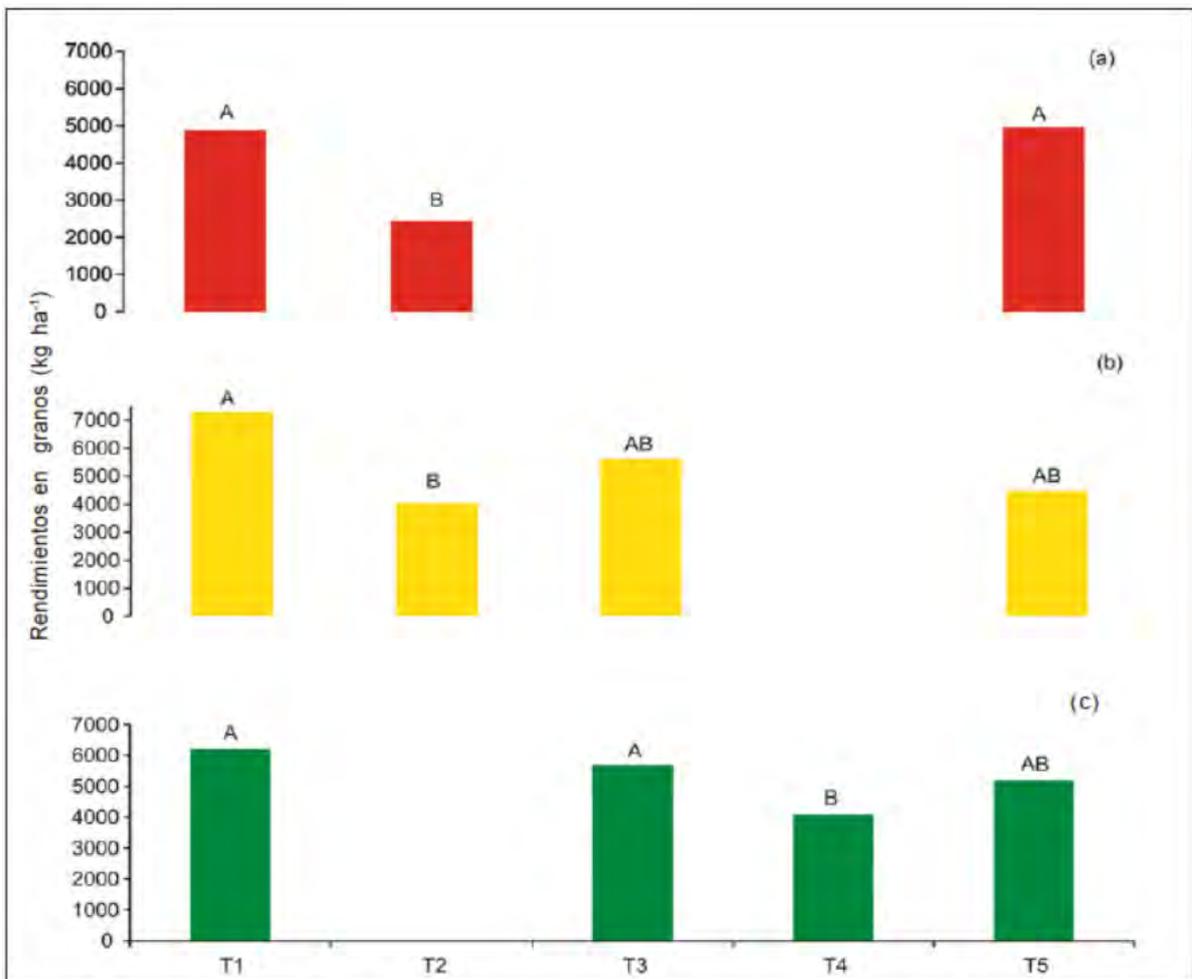


Figura 9. Rendimientos (kg ha⁻¹) en grano de soja en los tratamientos evaluados de las temporadas 2009-10 (a), 2010-11 (b) y 2011-12 (c).

8. PIPELINE

Dada la importancia de una correcta selección de los campos a adquirir por parte del fideicomiso Tierras Irrigadas, Bearing Agro viene realizando un seguimiento permanente de los diferentes campos que salen a la venta y en aquellos casos en los cuales es posible, realiza el análisis de aptitud de los mismos, propuesto y explicado en el protocolo de selección de campos.

En este sentido, se han evaluado más de 15 campos en los últimos meses, algunos de los cuales no han cumplido con los requisitos necesarios para calificar como aptos para el fideicomiso, y otros que si lo hicieron ya no están disponibles en el mercado.

A la fecha, existen en venta cuatro campos que cumplen con todos los requerimientos planteados en el modelo de negocios, y que a nuestro entender y en la medida que sigan estando en venta al momento del lanzamiento del fideicomiso, serian presentados favorablemente para el análisis de su compra.

Por motivos de discrecionalidad, identificamos estos campos de la siguiente manera:

Campo A: 3.210 hectáreas en Soriano, en la zona de Cardona.

Campo B: 1.800 hectáreas en Soriano, zona Cuchilla del Perdido.

Campo C: 5.000 hectáreas en Rio Negro, al sur de Young.

En todos los casos ya se han realizado las evaluaciones técnicas correspondientes, contando inclusive con los ante proyectos de riego para cada caso.

VIII. AUTORIZACIONES REQUERIDAS

1. Autorización para ser titular de inmuebles rurales y explotaciones agropecuarias.

La Ley 18.092 de fecha 27 de diciembre de 2007, modificada por las leyes 18.172 de 31 de agosto de 2007, 18.461, de 8 de enero de 2009 y 18.638 de 23 de diciembre de 2009; y reglamentada por el Decreto 225/007 modificado por el Decreto 201/008 introdujo restricciones a la titularidad de inmuebles rurales y explotaciones agropecuarias. Conforme a dicha normativa, las sociedades anónimas podrán ser titulares de inmuebles rurales y de explotaciones agropecuarias siempre que su capital estuviere representado por acciones nominativas y éstas pertenezcan en su totalidad a personas físicas.

Sin perjuicio de lo anterior, la regla general tiene ciertas excepciones, recogidas por lo dispuesto en los decretos reglamentarios Nos. 225/07 y 201/08.

En tal sentido, el art. 2 del Decreto Reglamentario Nº 225/007 en la redacción dada por el Decreto 201/008 establece que podrán ser titulares del derecho de propiedad sobre inmuebles rurales y sobre explotaciones agropecuarias, con previa autorización del Poder Ejecutivo, los fiduciarios de fideicomisos financieros comprendidos en la Ley 17.703 cuyo capital esté representado mayoritariamente por títulos que se hayan integrado mediante procedimientos de oferta pública en la Bolsa de Valores.

A efectos de obtener dicha autorización, los interesados deberán presentar su solicitud ante el Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca, individualizando los bienes inmuebles rurales concretos que comprende. Dicha autorización deberá volverse a solicitar cada vez que se aumente la superficie de tenencia o se sustituyan los inmuebles comprendidos en ella.

Cuando el Poder Ejecutivo hubiese otorgado la autorización al Fiduciario para ser titular de inmuebles rurales y ésta solicite una nueva autorización, se considerará otorgada la autorización a los treinta días hábiles de solicitada (autorización ficta), salvo que el Poder Ejecutivo observara la nueva solicitud en forma fundada otorgando vista previa a la petición ante, en cuyo caso se cumplirá el trámite normal de las autorizaciones antedicho.

En atención a las restricciones legales para la titularidad y explotación de tierras, y hasta la obtención de la autorización del Poder Ejecutivo correspondiente, la estrategia para la adquisición de los Predios Productivos será la celebración de compromisos de compraventa en el marco de la ley 8.733. que se inscribirá en el Registro de la Propiedad Inmueble del registro correspondiente, abonando el 100% del precio contra la entrega de la posesión del inmueble. La celebración de la escritura de compraventa definitiva estará sujeta a la autorización del Fiduciario para ser titular del correspondiente Predio Productivo conforme a la Ley de Tierras

En caso que el Fiduciario obtenga autorización para ser titular de inmuebles rurales, el procedimiento de adquisición será el siguiente: (i) se suscribirá un boleto de reserva sujeto a las condiciones mencionadas precedentemente, así como a la obtención de la autorización para ser titular de inmuebles rurales al amparo del régimen de autorización ficta prevista en el artículo 3º del Decreto Nº 201/008 de fecha 1º de abril de 2008; (ii) cumplidas las condiciones establecidas en el numeral (i) de este párrafo se suscribirá la compraventa definitiva del Predio Productivo.

En la medida que el Aparcero es una sociedad anónima con acciones nominativas cuyos titulares son personas físicas, podrá realizar la explotación agropecuaria de los Predios Productivos sin necesidad de solicitar una autorización al Poder Ejecutivo.

2. Autorización para el uso de agua con destino riego.

La Ley de Riego declara de interés general el riego con destino agrario. En ese marco, todo productor rural tiene el derecho de utilizar los recursos hídricos de los que pueda disponer legalmente, para desarrollar su actividad, sin degradar los recursos naturales, ni perjudicar a terceros.

Para tener derecho al uso privativo de aguas del dominio público se debe tramitar un permiso ante la Dirección Nacional de Aguas del Ministerio de Vivienda, Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente. De acuerdo a la Ley de Riego, los permisos podrán ser otorgados cuando se cumplan los siguientes requisitos:

- 1) Que exista agua disponible en cantidad y en calidad, acorde con la reglamentación que dicte el Poder Ejecutivo.
- 2) Que el solicitante cuente con un plan de uso de suelos y aguas aprobado por el Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca.
- 3) Que el solicitante acredite ser titular de un derecho de propiedad, usufructo o goce de los suelos donde se asienten las obras hidráulicas o sean afectados por ellas.

A efectos de obtener el permiso se debe presentar una solicitud de autorización ante la Dirección Nacional de Aguas adjuntando un Proyecto de Riego, que se compone de los siguientes componentes: a) Obra hidráulica - Toma, b) Plan de Uso de Suelos y Aguas, c) Disponibilidad jurídica de los predios, d) Contratos de suministro de agua a terceros, e) Componente ambiental del proyecto.

De acuerdo a la Ley Nº 16466, de Evaluación de Impacto Ambiental y su Decreto Reglamentario Nº 349/005, establecen que para los casos de toma de extracción de agua superior a 500 l/s, corresponde gestionar Autorización Ambiental Previa, ante DINAMA-MVOTMA.

El Aparcero deberá solicitar los permisos correspondientes. Los mismos podrían ser denegados si existen obras o proyectos anteriormente registrados sobre los padrones consultados y/o la cuenca afectada por dichos padrones. No obstante, en el marco del Protocolo de Selección de Campos, está previsto se consulte ante los organismos competentes si existen obras o proyectos anteriormente registrados sobre los padrones consultados y/o la cuenca afectada por dichos padrones.

IX. ANÁLISIS DE MERCADO

1. SITUACIÓN GENERAL DEL AGRO

Luego de una sucesión de caídas, el precio de los alimentos se estabilizaría este año. En términos reales, por la suba del dólar, ser agroexportador volvería a tener un rédito. Pero no hay negocio que tenga todos los años buenos.

Si hubo complicaciones con los precios, también los hubo con el clima, cuyo comportamiento ha sido paradójal. Para los granos, así como generó graves problemas en los años en el que el petróleo subía –Ola de calor y sequía en Europa, sequía en EEUU- en los últimos tres años ha permitido rendimientos excelentes en los países exportadores acelerando la baja.

Y a nivel local, en un año Niño, que se supone complica a los cultivos de invierno y al arroz por lluvias excesivas y falta de luminosidad, beneficiando a los de verano de secano como maíz y soja, en realidad ocurrió lo contrario. Rendimientos récord de trigo, cebada y buen desempeño arrocerero mientras las sojas sufrían bajo el sol de verano.

Los lácteos seguirán bajo presión al igual que los granos. Y la carne disfruta de una estabilidad relativa que en el mediano plazo también será amenazada y de la que solo podrá zafar acentuando la diferenciación y posicionamiento de la carne local. Agregar valor y diferenciarse, escapar de los commodities. Abrir mercados como el de carne ovina con hueso o el de Japón para la carne vacuna sin hueso, dos grandes hitos que pueden darse este año.

Resueltos los problemas energéticos, estabilizada la demanda por biocombustibles y con el azar climático jugando a favor de los cultivos en los grandes países productores, la presión sobre los precios es muy fuerte. Petróleo bajo, maíz bajo, esa dupla es determinante. Antes de eso, en 2017 y hacia adelante, la suba de precios sería más gradual. Más originada en factores macroeconómicos y de ajuste de áreas agrícolas. Por supuesto que los factores macroeconómicos cuentan. Entre estos, la tasa de crecimiento de las economías emergentes. A mayor crecimiento de estos países con demanda de proteína animal insatisfecha, mayor firmeza en los precios.

En el 2017, con un dólar empezando cerca de \$ 37 y cerrando cerca de \$ 40, con un Uruguay ávido de divisas, vuelve a empezar un ciclo favorable. De todos modos, el desafío estructural que queda planteado a partir de este año para el agro y para todo Uruguay es el de la adaptación a una era post petróleo. Las energías fósiles deben quedar cada vez más obsoletas y baratas.

<p>Dijimos</p> <p>A partir de 2014 se transita claramente un periodo de precios más bajos para las materias primas y eso marca el inicio de una etapa nueva para el agro uruguayo.</p>	<p>Decimos</p> <p>El 2016 puede marcar un piso para las cotizaciones de las materias primas a nivel internacional en dólares. En tal caso por la depreciación del peso empezaría a mejorar el ingreso real en varios rubros.</p>
<p>Dijimos</p> <p>Por un lado un aumento de la oferta petrolera, por otro lado el aumento de la producción agrícola presionarán a los precios.</p>	<p>Decimos</p> <p>Son los dos factores clave que frenan los precios, pero se está negociando un acuerdo entre los exportadores de petróleo y las áreas agrícolas empezarán a bajar.</p>
<p>Dijimos</p> <p>El descenso en el precio de los granos es importante porque a diferentes ritmos se traslada sobre el reto de los rubros que tiene a los granos como insumos. Es por ejemplo el caso de la leche.</p>	<p>Decimos</p> <p>Los precios de la leche se derrumbaron, pero el impacto del bajo precio de los granos puede incidir en el mediano plazo sobre el mercado de la carne vacuna, hay más presión que nunca por diferenciar el producto uruguayo.</p>
<p>Dijimos</p> <p>China seguirá comprando. No hay un problema de demanda sino de aumento de la oferta de países competidores.</p>	<p>Decimos</p> <p>China sigue comprando, pero de todos modos ha bajado el ritmo de importaciones y si su economía se sigue enfriando tendrá impacto sobre los precios del agro. Pero efectivamente el problema es de sobreoferta de granos, no de demanda.</p>
<p>Dijimos</p> <p>La preparación para una eventual sequía se hace importante. Con estos precios un traspie productivo sería sumamente grave.</p>	<p>Decimos</p> <p>Mientras haya flexibilidad cambiaria y lluvias normales la mayoría de los rubros resisten. Pero durante 2017 se puede configurar una situación Niña que sería de alto riesgo para el próximo verano.</p>
<p>Dijimos</p> <p>Hay que resistir hasta el rebote, que entendemos llegará a partir de 2017.</p>	<p>Decimos</p> <p>Esa sigue siendo la consigna, resistir hasta que la suba del dólar de impulso a los sectores exportadores. Como en cada una de las crisis anteriores.</p>

2. ECONOMÍA

La baja de las materias primas se tradujo en un crecimiento más lento de la economía uruguayana que llega a la fase en baja del ciclo con un alto déficit fiscal y una inflación acorralada contra el 10% que finalmente cruzó en febrero. Todavía no hay datos de crecimiento de 2015, pero seguramente se ubicará muy cerca de 1,5%. El año 2016 será el segundo consecutivo de bajo crecimiento, seguramente entre 1% y 1,5%. Entendemos que será un año en el que se medirá si llega el repunte, seguramente en el último trimestre del año, tal vez con síntomas en el tercer trimestre. Esto originado en el que también será el segundo año consecutivo del dólar subiendo aproximadamente el doble que la inflación. Una inflación que seguirá muy cerca de un dato anual de 9%. La carrera entre dólar e inflación seguirá dominando la tensión entre competitividad y estabilidad.

El 2017 podría ser el del punto de inflexión en base a la competitividad cambiaria que se irá logrando, pero que recién se empezará a notar en el segundo semestre de 2016. Por ahora cae el consumo, las exportaciones y la formación de capital. A diferencia del 2002 no habrá ni una caída

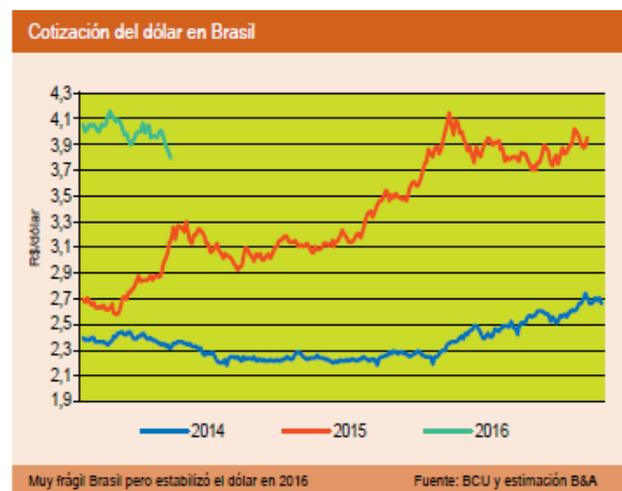
espectacular ni un rebote espectacular. Seguramente el crecimiento subirá a 2% en 2017 y gradualmente irá retornando al 3% que es la trayectoria de largo plazo. Como sucede en Uruguay cuando se revierte un ciclo económico adverso, el primer sector en repuntar es el agro exportador, lo que sucederá en 2017, por tipo de cambio y apertura de mercados que compensarán la baja de precios respecto a las referencias que primaron hasta 2013.

Durante el año 2015 el PBI de Uruguay registró como elemento más destacado un freno abrupto en el segundo trimestre que marcó el fin de una etapa de crecimiento fuerte que había empezado en 2003. La caída de 1,5% en el PBI de Uruguay en el segundo trimestre marcó el comienzo de una nueva etapa económica en la que el crecimiento es apenas el de la tendencia histórica del siglo XX de Uruguay, generalmente menor a 2%. El tercer trimestre marcó un leve repunte de 1% que en alejó el temor a una recesión aguda pero ratificó este nuevo escenario de crecimiento cercano a las bajas tasas históricas.

La aceleración leve que empezará a darse en 2017 tendría los siguientes factores de impulso: la suba del dólar permitiendo el retorno a un leve crecimiento exportador, la mejora en el marco regional luego de un 2016 principalmente a partir de Argentina, y tal vez levemente de Brasil. Por otra parte habrá un efecto sustitución de importaciones y una mejora del turismo por el abaratamiento relativo del país.

Al volverse Uruguay más competitivo en precios y bajo la presión de los golpes del terrorismo en Europa y EEUU, una zona del mundo en la que los conflictos religiosos no tienen incidencia se volverá cada vez más atractiva, tanto para el turismo extra regional como para inversores interesados en los lugares estables del mundo. Vale la pena seguir resistiendo, ordenando los costos, ajustando la administración y apostando a que la perspectiva empieza a cambiar en forma visible en 2017 y que puede generar confianza a nivel global.

Pero cuanto peor sea el desempeño de la economía más tenderá a subir el dólar. En cierta medida la mayoría de los sectores del agro están blindados. Las proyecciones del FMI apuntan a que el PBI crezca 1,4% este año, suba a 2,6% en 2017, 3% en 2018 y 3,1% en 2019 y 2020. Si ese fuera el caso Uruguay sería exitoso en cruzar un período adverso que golpeó mucho más fuerte a Argentina y Brasil. El FMI ha venido corrigiendo a la baja sus proyecciones.



Los desequilibrios impulsan al dólar. Tras subir 23% en 2015, subió casi 10% hasta los primeros días de marzo, hasta cruzar los \$ 32,50 y quebrar todos los récords. Moderaría levemente su suba a 20% en 2016 y a 12% en 2017 pero permitiría en el acumulado una baja de costos en

dólares de tributos, salarios y combustibles –que deben permanecer estables en dólares-. El 2015 fue el segundo de recuperación de competitividad cambiaria y posiblemente sea el de mayor recuperación, aunque el comienzo de 2016 fue de subas fuertes y hace pensar que será similar a 2015, dólar en suba por cerca de 20% e inflación en suba cerca de 9%.

De esa manera, los sectores que sostengan precios en dólares empezarán a notar una mejora en el poder de compra. Los sectores como lechería y granja que cobran en pesos por sus productos y usan insumos importados seguirán en dificultades. El dólar a fin de año se ubicaría en el entorno de \$ 30, el cierre se ubicó en \$ 29,87 en el interbancario, un ascenso que superaba la expectativa de los economistas que consulta el Banco Central. La lógica de 2016 empezó con una suba que superó ampliamente las expectativas sumando casi 10% en poco más de dos meses y empujando a la inflación por encima de 10%.

La de 2015 fue la mayor suba desde 2002, pero no comparable con aquella –cuando había subido 84,51%–. Lograr devaluar ordenadamente es algo que en las últimas décadas Uruguay no ha podido y puede perfectamente ser el gran logro del período 2014-2017. Pero la recuperación de competitividad es tan parcial como la idea de estabilidad, la inflación y el déficit están por encima de lo que el mundo considera estable.

La combinación de desaceleración económica con aceleración inflacionaria es uno de los grandes problemas que enfrentará el gobierno uruguayo en 2016. La inflación cruzó en los doce meses terminados en febrero de 2016 el 10% por primera vez en más de una década, y la suba del dólar mantendrá una situación de presión sobre los precios que se agrega a los derivados del déficit fiscal.

La inflación de 2015 de 9,44% fue la más alta desde 2003, cuando había alcanzado el 10,19%, se sigue acercando a un registro anual superior a 10% en términos anuales y sigue siendo inferior a esa referencia solo porque se la hace bajar en diciembre. En 2014 había sido 8,26%. Limita la mejora de competitividad que da la suba del dólar y tiene un evidente impacto social. Para ello restringirá la cantidad de dinero.

Pero nada asegura que lo logre, y un escenario posible para 2016 es una inflación entre 9,5% y 10,5 %. El gobierno tiene que lograr bajarla aunque sea levemente en un contexto de dólar fuerte.

El Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central (BCU) advirtió en diciembre que “aunque con un desempeño mejor que el de la región, la economía uruguaya ha continuado desacelerándose, lo cual obliga a extremar cuidados a fin de balancear equilibradamente los diversos objetivos de la política económica”.

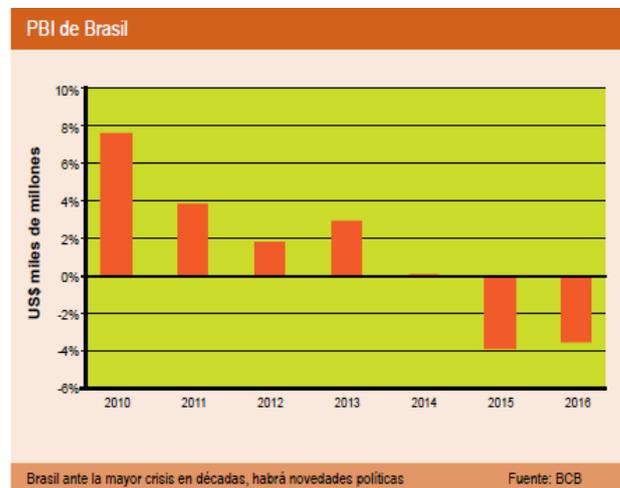
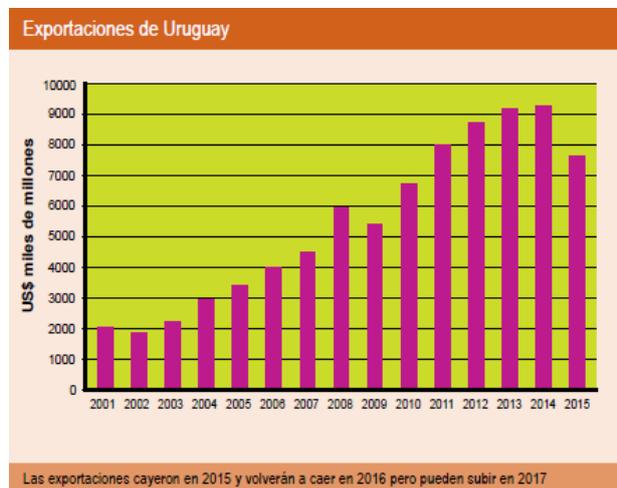
Para ello mantendrá el crecimiento en la cantidad de dinero levemente por debajo del crecimiento de la inflación, por lo que en términos reales la cantidad de dinero circulante irá en baja. En la práctica, tanto por esta causa como por un enfriamiento en el empleo y los salarios llevarán a una caída en la demanda interna: “la demanda doméstica ha comenzado a crecer por debajo del nivel de actividad, lo cual, de mantenerse en el tiempo, contribuirá a mitigar las presiones inflacionarias, si bien aún no se ha manifestado en la evolución de los precios de los bienes y servicios no transables internacionalmente”.

Cabe esperar una caída importante en la venta de productos importados como los electrodomésticos y automóviles. El BCU apuntó en ese informe que “tanto la inflación efectiva como las expectativas se mantienen sensiblemente por encima del rango objetivo” que es entre

3% y 7%. El 2016 empezó con inflación y dólar acelerados. La suba del dólar en los primeros dos meses del año parece incompatible con una inflación menor al 10%.

Las exportaciones de Uruguay cayeron en 2015 por primera vez desde 2009, pero a diferencia de aquel año, esperamos dos años consecutivos de caída. El año pasado Uruguay exportó por totalizaron US\$ 8.967 millones, una reducción de 11,6% con respecto a 2014. Cayó la facturación por ventas a los dos principales socios comerciales. Tanto China como Brasil mermaron, en 9% las compras de los asiáticas y en 29% las divisas originadas en ventas a los vecinos del norte.

La caída de China se explica básicamente por la baja del precio de exportación de la soja, que determinó que carne vacuna y forestación le arrebataran el podio de las exportaciones a la oleaginosa. Las importaciones también cayeron en este caso por el comienzo del impacto de la suba del dólar y por la baja del precio del petróleo. En consecuencia Uruguay importó por 11% menos que en 2014. El instituto Uruguay XXI proyecta que las exportaciones volverán a bajar en 2016, pero muy levemente.

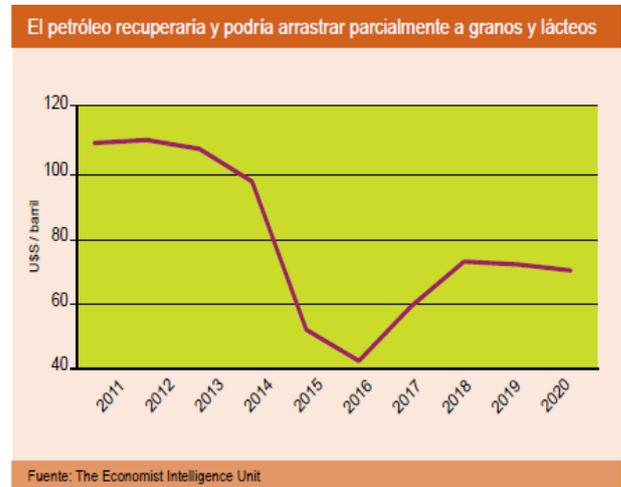


Durante todo 2015 Arabia Saudí tiró abajo los precios todo lo posible, vendiendo lo más posible para frenar la reconversión energética y quebrar a los países petroleros que compiten con un mayor costo de producción. La tendencia de baja en el precio del petróleo comenzó en la reunión de la OPEP de setiembre de 2014 y tal vez haga piso en 2016.

El precio del crudo Brent bajó 35% en 2015 y cerró el año en US\$ 37,10 en tanto Ancap tuvo que mantener su precio de referencia en US\$ 50 en un desfase que se ha convertido en uno de los problemas más graves del país y del agro, así como del propio gobierno que enfrenta la mayor crisis en más de 10 años de gobierno por las pérdidas de la empresa estatal que aún en una situación monopólica y cobrando los precios de combustibles más altos de la región tuvo que ser “recapitalizada”.

En el comienzo de 2016 quebró los US\$ 35 y el mercado mira de reojo los pronósticos de Goldman Sachs que postula el petróleo a US\$ 20. La debilidad de China, segundo consumidor mundial ayuda a profundizar la caída. El precio alcanzó los niveles más bajos desde 2004, cuando se aceleró su suba y la del resto de las materias primas. Era difícil en ese entonces prever que 10 años después el crudo se enfrentaría a una baja que parece por primera vez en la historia derivada de su obsolescencia como producto ante el auge de las energías que lo sustituyen inclusive en automóviles. Aunque esa no es la única causa que ha derribado al petróleo y al resto de las materias primas.

De los países Brics que eran tan pujantes en base a las exportaciones de materias primas, Brasil y Rusia, enfrentan recesiones. China crece cada vez menos y apenas India se mantiene con un crecimiento importante pero con escasa interacción con Uruguay. La recuperación de la demanda de China ante los bajos precios será apenas leve. Barclays espera que la demanda de China, el segundo consumidor mundial detrás de EEUU, crezca en 300 mil barriles diarios, luego de sucesivas correcciones a la baja en su proyección.



3. CLIMA

El Niño se manifestó con la fuerza prevista expresada en lluvias excesivas en Río Grande del Sur y el norte de Uruguay. Pero no cruzó el Río Negro y la mitad sur del territorio uruguayo pasó cerca de la sequía y en el sureste prácticamente la sequía se instaló y persiste al cierre del anuario en marzo de 2016.

Pero El Niño se está debilitando en el otoño de este año y la principal tendencia a dilucidar a lo largo de 2016 es si su retirada será para dejar paso a una lógica neutral, de temperaturas cercanas a lo promedio o si por el contrario dejará paso a la temible Niña que suele traer sequías a Uruguay, parte de Argentina y el sur de Brasil.

En febrero la Organización Meteorológica Mundial apuntó en un comunicado que “el potente episodio de El Niño de 2015/2016 ha superado su intensidad máxima, pero es aún un episodio fuerte que seguirá influyendo en las características climáticas a escala mundial, según el último Boletín El Niño/La Niña hoy de la Organización Meteorológica Mundial (OMM). Se prevé que se debilitará en los próximos meses y que se disipará durante el segundo trimestre de 2016.

Las temperaturas de la superficie del océano en las partes central y oriental del Pacífico tropical superaron la media en más de 2 grados Celsius a finales de 2015, lo que demuestra que el episodio de El Niño de 2015/2016 es uno de los más fuertes jamás registrado, comparable a los episodios de 1982/1983 y de 1997/1998. No obstante, es demasiado pronto para establecer de manera concluyente si se trata del episodio más intenso jamás registrado. Como suele ser el caso, con el presente episodio de El Niño las temperaturas máximas de la superficie del océano se alcanzaron en noviembre y diciembre, pero desde entonces han disminuido en casi medio grado.

“Acabamos de presenciar uno de los episodios de El Niño más fuertes jamás registrados, que ha causado fenómenos meteorológicos extremos en países de todos los continentes y ha contribuido a propiciar los récords mundiales de calor alcanzados en 2015”, manifestó el Secretario General de la OMM, Petteri Taalas. “Desde un punto de vista meteorológico, este episodio de El Niño ha entrado en declive.

No obstante, no podemos bajar la guardia ya que todavía es bastante intenso y, desde un punto de vista humanitario y económico, sus efectos aún se dejarán sentir durante muchos meses”, dijo el señor Taalas. “Algunas zonas de América del Sur y África Oriental todavía se están recuperando de las lluvias torrenciales caídas en esos lugares y de las inundaciones resultantes. Los costos económicos y humanos de la sequía –que, por su naturaleza, es un fenómeno de evolución lenta– cada vez son más aparentes en África Meridional y el Cuerno de África, América Central y en otras regiones”, añadió.

“El mundo está mejor preparado que nunca para hacer frente a este fenómeno. La investigación científica realizada durante este episodio mejorará nuestra comprensión de El Niño y los vínculos entre este fenómeno climático de origen natural y el cambio climático inducido por el ser humano”, dijo el señor Taalas. “Las lecciones que aprendamos de este episodio de El Niño se utilizarán para aumentar nuestra resiliencia a los peligros relacionados con el tiempo, que irán creciendo a causa del cambio climático”.

Según el Boletín El Niño/La Niña hoy de la OMM, los modelos indican que se volverá a unas condiciones neutras durante el segundo trimestre de 2016. Para la próxima primavera el Centro de Predicciones Climáticas de la Administración Nacional de Océano y Atmósfera de EEUU (NOAA) estima que la chance de un episodio de La Niña aumenta hasta 50%, con una posibilidad de 40% de una situación neutral y 10% de chance de que siga El Niño.

Dicho en otras palabras, al comienzo del año la situación para el próximo verano es como el lanzamiento de una moneda: 50% de chance de Niña y por lo tanto probabilidades mayores de sequía, y 50% de chance de situación neutral o Niño. La neutralidad es lo que está instalándose en el otoño. El informe de este mes del International Research Institute de la Universidad de Columbia no ve sesgos ni a mayor ni a menor lluvia de lo normal sobre territorio uruguayo en sus pronósticos que van hasta agosto de este año.

Los servicios meteorológicos nacionales más importantes coinciden con el diagnóstico de Niño en retirada. El Consejo Australiano de Meteorología dijo en su primer informe del año que el episodio de El Niño habría llegado a sus máximos en las últimas semanas de diciembre y a partir de ahí tendería gradualmente a condiciones neutras. Según los técnicos, los índices relevados sugieren que El Niño 2015/2016 ha tocado sus máximos en las semanas recientes.

Fue la cuarta vez en 11 años que la Tierra rompió récords anuales de temperaturas altas. Los científicos culpan a una combinación de El Niño y el incremento del calentamiento global hecho por el hombre. La Organización Meteorológica Mundial (OMM) confirmó que la temperatura media global en 2015 rompió todos los récords y que, por primera vez, las temperaturas se situaron un grado centígrado por encima de la era preindustrial. Y los datos de enero de 2016 son todavía más alarmantes. Enero no solo fue el mes más caliente de la historia sino que también fue el que tuvo una anomalía respecto a las temperaturas normales más grande.

Enero de 2016 tuvo una temperatura de 1,13 grados por encima de lo normal, diciembre había sido el récord anterior de desfasaje con 1,11 grados y los cuatro meses empezados en octubre superaron por primera vez desde que hay registros el grado de anomalía. Uruguay estuvo dentro de las zonas nítidamente recalentadas. Y febrero, sin que haya estadísticas oficiales también fue tórrido. Según la OMM, la temperatura media en 2015 se situó 0,76 grados centígrados por encima de la media entre 1961 y 1990.

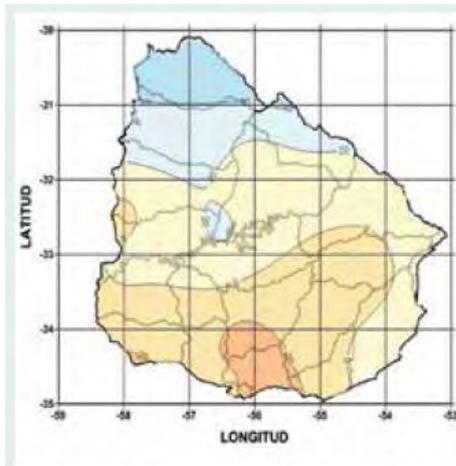


Figura 1: Anomalías de la precipitación en % durante 2015.
Fuente: INUMET

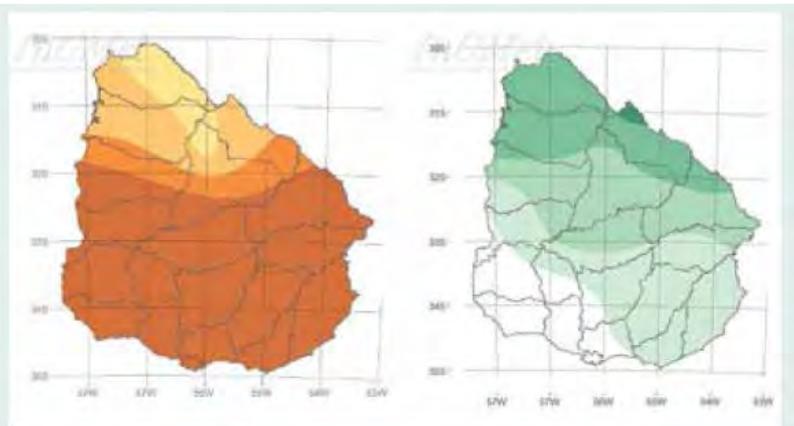


Figura 2: Índice estandarizado de precipitación sobre Uruguay
(Izquierda: Febrero-Julio Derecha: Julio-Diciembre)
Fuente: Instituto Uruguayo de Meteorología

La OMM usa 1961-1990 como el periodo base para medir el cambio climático. La temperatura media durante ese periodo fue de 14 grados centígrados. El análisis de la OMM combina los datos de la NASA y de NOAA de EEUU, la Oficina británica de Meteorología, y el Centro Europeo para las Previsiones Meteorológicas, por lo que sus resultados se convierten en la fuente internacional con más autoridad.

La OMM confirmó que quince de los dieciséis años más calurosos registrados han sido en este siglo, y que 2015 fue considerablemente más cálido que 2014. De hecho, el periodo 2011-2015 es el lustro más caluroso del que se tienen registros. La aprobación de un acuerdo global contra el cambio climático tiene implicancias en otros mercados como el del petróleo.

Es difícil que la demanda repunte ya que se irán instrumentando regulaciones que limiten su uso. En el mes de febrero de 2016 la temperatura en el polo Norte está cuatro grados por encima de lo normal. Se derrite hasta en invierno.

Una situación que arriesga a generar graves alteraciones sobre el clima del hemisferio Norte en el verano de ellos, nuestro invierno. Ahí también puede estar un factor de repunte del precio de los granos, que en los últimos tres años tuvieron clima casi ideal.

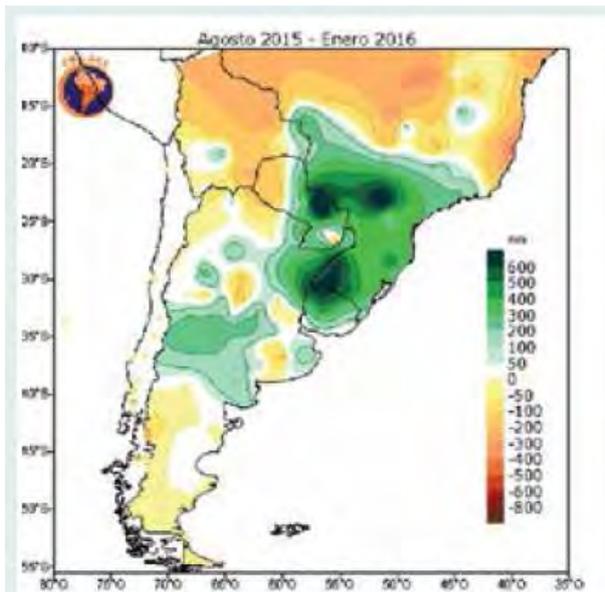


Figura 3: Anomalía de precipitación sobre el sur de Sudamérica
Agosto 2015 – Enero 2016
Fuente: Centro Climático Regional SAS – OMM.

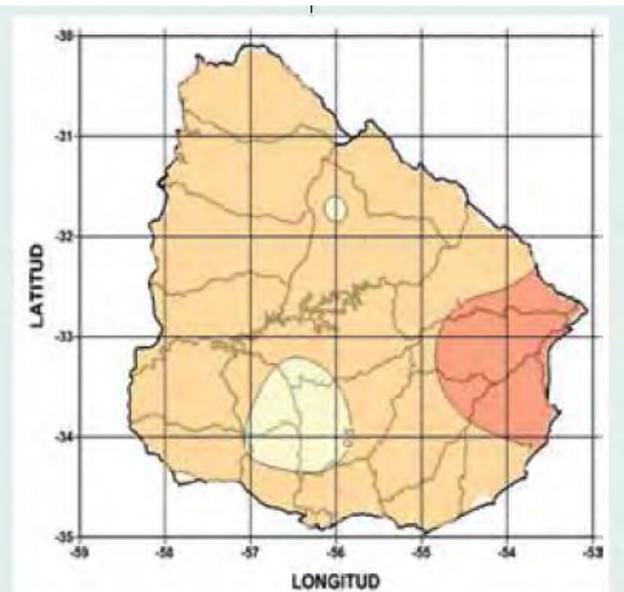


Figura 4: Anomalía de temperatura (en °C) durante 2015
Fuente: INUMET

4. EL MERCADO DE LA TIERRA

En 2015 se confirmó un ajuste en valores que había comenzado en 2013 para el mercado de la tierra. Operadores consultados coincidieron en que hubo un menor número de transacciones y dificultades para “juntar las puntas” de oferta y demanda. El precio promedio anual fue de US\$ 3.584/ha, 9% menor respecto al de 2014. El número de operaciones concretadas cayó levemente hasta 1.245.

En total se vendieron 176 mil hectáreas, 2.000 menos aproximadamente que en el año anterior, por US\$ 632 millones, US\$ 70 millones menos. En la comparación de los segundos semestres de 2015 y 2014 la caída fue más pronunciada, de 23% en dólares.

Las operaciones concretadas en los últimos meses del 2015 fueron pocas y con negociaciones muy trabajadas. Los inversores locales han mantenido mayor participación en los negocios, mientras que los inversores extranjeros –aunque mantienen el interés- no tuvieron protagonismo en el mercado., señaló el operador Raúl Morteiro.

Para hacer efectiva una venta fue necesario ajustar entre 20% – 30% los valores de mercado respecto a los de 2014, señaló el responsable de mercado de la tierra de Zambrano y Cía., Pablo Albano.

Operaciones de compraventa de tierras por departamento en el año 2015					
Dpto.	Nº de operaciones	Superficie vendida (miles de há)	Prom. (há)	Valor total (millones de US\$)	Valor medio (US\$/há)
Total	1.245	176.225	142	631.532	3.584
Artigas	33	4.562	138	7.512	1.647
Canelones	132	5.249	40	20.598	3.924
Cerro Largo	63	18.156	288	49.167	2.708
Colonia	106	6.760	64	47.641	7.047
Durazno	52	7.458	143	25.098	3.365
Flores	26	10.719	412	49.795	4.646
Florida	60	9.061	151	35.882	3.960
Lavalleja	111	14.344	129	42.249	2.945
Maldonado	94	6.340	67	25.769	4.064
Paysandú	39	8.904	228	26.515	2.978
Río Negro	23	6.608	287	41.210	6.236
Rivera	72	6.851	95	14.187	2.071
Rocha	68	15.542	229	61.862	3.980
Salto	54	14.045	260	24.082	1.715
San José	115	7.744	67	37.713	4.870
Soriano	77	8.012	104	50.377	6.287
Tacuarembó	62	15.523	250	41.713	2.687
Treinta y Tres	58	10.345	178	30.163	2.916

Fuente: MGAP_DIEA en base a información de la DGR.

Operaciones de arrendamiento de tierras para uso agropecuario en el año 2014					
Dpto.	Nº de operaciones	Superficie arrendada (há)	Promedio (há)	Valor total (miles/ US\$)	Valor medio (US\$/há año)
Total	2.635	887.728	337	154.125	174
Artigas	109	48.061	441	5.126	107
Canelones	71	7.041	99	1.252	178
Cerro Largo	118	44.327	376	5.079	115
Colonia	292	39.847	136	10.586	266
Durazno	186	80.321	432	13.028	162
Flores	127	37.011	291	7.360	199
Florida	182	46.642	256	8.287	178
Lavalleja	99	27.865	281	3.454	124
Maldonado	47	14.616	311	1.514	104
Paysandú	149	75.263	505	11.971	159
Río Negro	120	85.595	713	20.322	237
Rivera	70	23.489	336	2.174	93
Rocha	115	31.694	276	4.303	136
Salto	109	71.156	653	6.660	94
San José	217	25.918	119	6.191	239
Soriano	337	106.868	317	34.527	323
Tacuarembó	164	67.079	409	7.351	110
Treinta y Tres	123	54.935	447	4.940	90

Fuente: MGAP_DIEA en base a información de la DGR.

La operativa fue disímil entre la primera y segunda mitad del año. El mayor descenso en el promedio de precios ocurrió en el segundo semestre (-8,3%), contrario a lo que se daba desde 2002 explicó el comunicado del MGAP. Entre enero-junio fue US\$ 3.704, entre julio-diciembre US\$ 3.396. La sequía de otoño que afectó negativamente en el valor del ganado, la baja en el precio de la soja y la lechería atravesando una crisis histórica fueron factores que incidieron sobre el mercado, en particular sobre los arrendamientos.

“En el primer semestre era difícil arrendar un campo a valores de mercado, había oferta, pero costaba mucho cerrar un negocio. Esto generaba mucha incertidumbre en quienes estaban interesados en invertir en compra de tierra”, explicó Albano. Fue un primer semestre de cautela general en el que los vendedores recién comenzaban a percibir la nueva realidad.

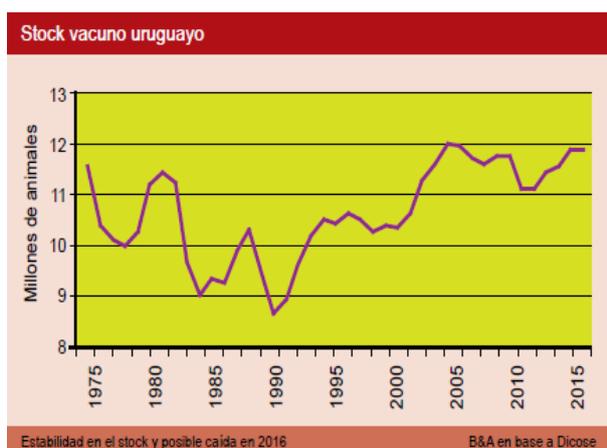


La segunda mitad del año fue más dinámica y con reajuste de costos. “Los campos buenos a valores razonables para arrendamiento volvieron a escasear y quienes estaban para comprar retomaron algo de confianza y se animaron a concretar. La mayoría de los vendedores y propietarios de campos que tenían para arrendar comprendieron que la situación no era la misma y que para concretar negocios había que considerar inevitablemente valores por debajo de los que se venían manejando hasta el momento”.

Los operadores coinciden en que continuará la etapa de reacomodamiento del mercado, sin una dinámica muy fuerte en la cantidad de operaciones y con precios estables, o pequeñas bajas.

5. GANADERÍA

La ganadería uruguaya atraviesa un momento muy peculiar. Por un lado, tras varios años de lograr un promedio de precio en las ventas al exterior de US\$ 4.000 por tonelada, el valor promedio de venta de la carne uruguaya se ha ido a US\$ 3.500. Una caída menor a la de otras materias primas, pero la mayor de los últimos años. La diferenciación de la carne uruguaya está ante una prueba difícil. Pero que de ser exitosa, haciendo piso en esos niveles de precios, le asegurará un futuro venturoso por ser un negocio de bajo riesgo y mayor independencia respecto a los vaivenes de productos indiferenciados.



Por otra parte, al interior del negocio ganadero en cierta forma se han invertido los papeles. Normalmente el criador es el que está en la situación más difícil. Pero la exportación en pie viene generando un sostén alto para los precios de reposición, que puede abarcar en este invierno a las hembras, lo que sería una excelente señal para el sector criador tanto uruguayo como argentino.

En cierta manera la ganadería está construyendo una trinchera defensiva en torno a los muy bajos precios del ganado gordo que se instalaron desde fines de 2015 y se agudizaron a comienzos de 2016. La novedad es que se va configurando una lógica de reducción en la oferta futura que puede volverse importante.

Por un lado los últimos dos entores no han arrojado grandes resultados en términos de preñez y destete, por otro la faena de hembras ha aumentado tanto que el rodeo de vacas entoradas empezará a descender en el Dicose de este año, y por otro los argentinos se disponen a pagar por llevarse vaquillonas y tal vez terneras uruguayas para recomponer sus rodeos. Preservar un marco estable para la cría resulta de enorme importancia. Pero será también necesario que la diferenciación que Uruguay ha logrado redunde mejores frutos a los invernadores, que ya tuvieron un 2015 complicado y pueden repetir los márgenes escasos en 2016. Las relaciones de reposición son de las más altas de la historia.

El sector cárnico debe mostrar sus fortalezas este año que los precios internacionales bajan y que será sede del congreso mundial de la carne. La industria ha presionado en el comienzo de este año trasladando sus bajas en el precio de venta, ayudada por las altas temperaturas y la ausencia de lluvias de enero.



La apuesta de muchos productores a la ganadería como sector estable, capaz de resistir en base a diferenciación la baja de precios de las materias primas es en este año especialmente importante. Uruguay tiene que lograr que los números ganaderos cierren, para mostrar su caso al mundo. Y tiene que demostrar cuán diferenciada es su carne, porque finalmente en este año los precios internacionales de la carne vienen bajando de una forma que no tenía precedentes desde 2009.

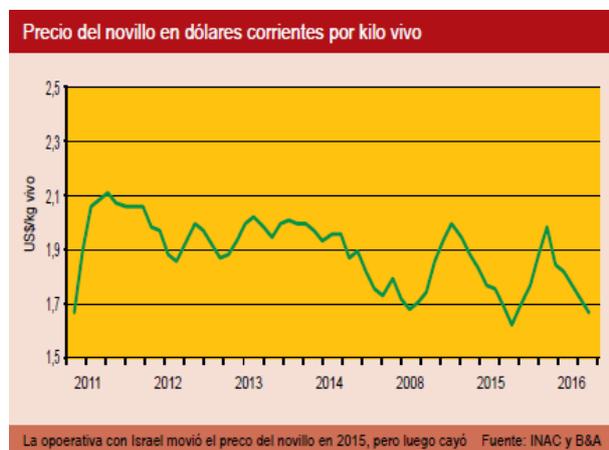
El 2016 es un año muy especial para la ganadería uruguaya. El mundo mirará con más atención que nunca a los procesos que se están dando en la cadena cárnica uruguaya. Primero el congreso mundial Hereford, luego el congreso mundial de la carne y también otros, porque los criadores de Shortorn también tendrán su reunión mundial. Todas actividades que implican un reconocimiento a lo que se ha hecho y una mirada al presente con un compromiso de futuro. Eso desde el posicionamiento externo. Desde la situación interna, como nunca en lo que va de este siglo en 2016 la ganadería se presenta ante los productores como el sector de la estabilidad en tiempos difíciles para las materias primas.

Como el sector que logró diferenciarse y si sostiene precios estables es capaz de generar a los productores los beneficios de la depreciación de la moneda uruguaya. Dicho de otro modo, si los

precios en dólares son estables, serán precios realmente más altos. Empezaron con una tendencia marcadamente bajista, pero la normalización de lluvias en febrero y la previsible disminución de oferta pueden restablecer la lógica ganadera a medida que avance el año.

Lo anterior es todo muy estimulante. Pero es claro que algo de ese estímulo se pierde. Porque la ganadería no ha logrado un crecimiento sostenido. Por primera vez en 2016 puede caer el stock de vacunos de Uruguay. Tal vez, como parte de la tendencia más general, el leve retroceso que prevemos en la faena de vacunos y la fuerte reducción que se mantendrá en ovinos sienten las bases para el comienzo de una nueva expansión ganadera a partir de 2017.

Será uno de los datos fuertes de 2016. La cantidad de vacunos de Uruguay ya no crece. No crece la población de terneros, buena parte de los novillitos se van en pie. La faena de vacas se mantiene muy alta y los problemas climáticos y de iliquidez presionaron a las ventas. Por otra parte las categorías que permanecen abundantes son las de novillos y vacas adultos. Será el primer descenso desde 2010 y llevará el stock de 10,87 a 10,75 millones de vacunos. Leve, pero una baja al fin.



Nada de esto sucede en proporciones graves y en realidad puede ser también visto como un factor adicional de firmeza en el mediano plazo. Los datos sobre la población de vacunos y ovinos en 2015 mostraron una estabilidad en los vacunos y una caída fuerte en ovinos. Es decir que la carga ganadera va en baja. Y dentro de la estabilidad de los vacunos en cuanto dato absoluto, hay varios aspectos a observar.

Por segundo año consecutivo aumentó la población de novillos de más de tres años y de vacas de invernada. Los novillos sumaron en 2015 488 mil, 10 mil más que en 2014 y 44 mil más que en 2013. Da la impresión que algunos productores han decidido bajar costos e intensidad en el engorde.

Del mismo modo, las vacas de invernada sumaron 430 mil, 22 mil más que el año anterior y casi 90 mil más que en 2013. Parece confirmatorio también de una actitud más cautelosa, ante la que caben varias interpretaciones.

En la otra punta del stock, la cantidad de terneros de 2015 marcó un descenso de 100 mil animales, de 2,84 a 2,74 millones, alejándose de los tres millones que en un momento parecieron estar a la vista y que entendemos todavía son un objetivo alcanzable si la formación de precios se vuelve más clara y predecible.

La mayor competitividad ganadera respecto a la agricultura y un ajuste de carga sacando vacas como respuesta a la sequía pueden ser parte del combustible que alienta a los precios de la reposición. Pero hay otras señales llamativas como la fuerte faena de vaquillonas. Creció 26% en 2015 respecto a 2014, casi 50 mil animales. Y siguió creciendo en los dos primeros meses de 2016 respecto a 2015. En los dos primeros meses aumentó 25%, casi 6.000 más que en 2015.



Lo que se agregará a otros factores para determinar una caída en la cantidad de vacas de cría en 2016. Eso a pesar de que la cría recibe buenas señales. La fluidez de la exportación en pie y la demanda persistente de los engordadores han permitido una destacada firmeza en los precios de los terneros. Las relaciones de reposición son las más altas de los últimos tiempos. Si se concreta la exportación en pie a Argentina, algo que parece inminente al cierre del anuario, vendrá un envión en el precio de las hembras que aliente una nueva fase de crecimiento. Porque además, serán necesarias para repoblar las áreas de agricultura que volverán a la ganadería. Las hectáreas para colocar pasturas donde había soja aparecerán, pero de ahí a que se concrete el crecimiento ganadero, entendemos el camino será de gradualidad.

Las decisiones de inversión son cautas, los tres millones de terneros siguen lejos. Y por lo tanto el stock ganadero recién puede volver a su crecimiento cíclico en 2018. Y de esa forma el lograr una faena cercana a tres millones, pasa a ser una meta para la década que viene.

Stock vacuno y ovino Uruguay (miles de cabezas)							
VACUNOS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Dif 15/14
Toros	155	159	163	165	171	171	0,0%
Vacas	4.236	4.344	4.471	4.555	4.669	4.664	-0,1%
Vacas de cría	3.874	3.960	4.099	4.217	4.262	4.233	-0,7%
Vacas de invernada	362	384	372	338	408	430	5,4%
Novillos	2.585	2.358	2.429	2.354	2.445	2.501	2,3%
Novillos 1 a 3	2.076	1.816	1.883	1.909	1.967	1.988	1,1%
Novillos 1 a 2	1.179	945	1.136	1.120	1.170	1.170	0,0%
Novillos 2 a 3	897	871	747	789	798	819	2,6%
Novillos +3	509	541	546	445	478	513	7,3%
Vaquillonas	1.809	1.605	1.660	1.678	1.714	1.790	4,4%
Vaquillonas 1 a 2	1.233	1.051	1.174	1.186	1.219	1.265	3,8%
Vaquillonas 2 a 3	577	555	486	492	494	526	6,5%
Terneros	2.307	2.634	2.689	2.784	2.844	2.743	-3,6%
Total Vacunos	11.092	11.101	11.411	11.536	11.843	11.870	0,2%

La ganadería es un negocio de expectativas, y como tal, los precios y la evolución del stock ganadero dan cuenta de estas expectativas. En 2015 el stock vacuno uruguayo creció en unos 30 mil animales, a 11,87 millones desde 11,84 millones que se contabilizaron en 2014. Dependiendo de la fluidez de la exportación en pie y de cuanto caiga la producción de terneros, cabe esperar que la cantidad de vacunos vaya a 11,8 millones o algo menos en 2016. No es una situación de crisis sino más bien de oportunidad no plenamente aprovechada.

Como forma agregada, la cantidad de hembras se mantuvo en 2015, pero con una faena de vientres en ascenso, retrocederá levemente en el recuento de este año. Pero eso es porque hay un buen stock de vaquillonas que viene de pariciones abundantes anteriores que ya no se están dando.

La ganadería uruguaya tiene un potencial mucho mayor al que está expresando en los datos de stock. A nuestro entender la población de 2015 mostró los siguientes componentes preocupantes.

Cayó el stock de vacas de cría, por primera vez desde 2010. Lo hace en 30 mil, que en 4,2 millones es una cantidad menor. Pero son animales que fueron sacados de la cría para el engorde. De ahí la estabilidad del rodeo de vacas. Pero este stock se va de 4,26 millones a 4,23 millones. Señal de desinversión en la cría. Y en el segundo semestre de 2015 y primeros meses de 2016 siguió una faena abundante de hembras. El stock de vacas de cría puede volver a caer en el Dicose 2016.

La cantidad de vaquillonas de más de dos años aumenta. En parte lo hace por un crecimiento en las vaquillonas de 1 a 2 años del año anterior, es decir de los terneros de dos años antes. Pero también en parte el aumento de esta categoría podría darse porque bajó el pie del acelerador en la recría de hembras y muchos no estuvieron prontas al momento del entore.

Cayó la producción de terneros en 2015 y volverá a caer en 2016. Más allá de que se puede achacar al clima, lo que es claro es que el objetivo de tres millones de terneros sigue lejos, tal vez porque muchos productores sienten que un aumento en la oferta derivará en un fuerte ajuste en contra de los precios. E plausible suponer que los productores no se vieron entusiasmados para invertir en los alimentos necesarios para compensar los faltantes de forraje y prefirieron engordar aquellas vacas que fallaran.

Los terneros pasan de 2,84 millones a 2,74 millones. Cien mil menos. Y de acuerdo a lo que han sido los datos de preñez del pasado entore, los terneros de 2016 serán menos que los de 2015. Más aún, dados los problemas de sequía en el otoño e invierno, primavera fría y un enero tórrido y seco de este año, cabe suponer que la producción de terneros seguirá baja en el destete de otoño de 2017, aunque posiblemente recuperando desde el piso que puede marcar en 2016. Por supuesto que es baja respecto al potencial que la ganadería uruguaya tiene y respecto a los máximos alcanzados en 2014 cuando el destete fue récord.

Uruguay ha estabilizado una base de producción de 2,5 millones de terneros por año, que en el siglo XX era inalcanzable. Pero con un poco más de estabilidad en los precios del ganado gordo llegaría a los tres millones. Por ahora Uruguay tiene una población estabilizada de entre 2,6 y 2,8 millones de terneros por año. De los cuales solo poco más de un millón llega a ser faenado como novillo. La exportación en pie capta cerca de 200 mil por año.

Producción mundial de carne vacuna

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016/2015
EE.UU.	12,05	11,98	11,85	11,75	11,08	10,86	11,39	4,9%
Brasil	9,12	9,03	9,31	9,68	9,72	9,43	9,60	1,9%
U. Europea	8,10	8,11	7,71	7,39	7,44	7,54	7,56	0,3%
China	6,53	6,48	6,62	6,70	6,89	6,75	6,79	0,5%
India	3,13	3,31	3,49	3,80	4,10	4,20	4,50	7,1%
Argentina	2,62	2,53	2,62	2,85	2,70	2,74	2,68	-2,2%
Australia	2,13	2,13	2,15	2,36	2,60	2,55	2,30	-9,8%
Mexico	1,75	1,80	1,82	1,81	1,83	1,85	1,87	1,1%
Pakistan	1,49	1,54	1,59	1,63	1,68	1,73	1,78	2,9%
Rusia	1,44	1,36	1,38	1,38	1,37	1,36	1,30	-4,1%
Otros	10,16	9,88	9,99	10,10	10,30	9,45	9,44	-0,1%
TOTAL	58,5	58,2	58,5	59,4	59,7	58,4	59,2	1,4%

Fuente:USDA. En millones de tons. Eq. peso carcasa 2014 proyectado

Consumo mundial de carne vacuna

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016/2015
EE.UU.	12,04	11,65	11,74	11,61	11,24	11,40	11,67	2,4%
Brasil	7,59	7,73	7,85	7,89	7,90	7,87	7,89	0,3%
U. Europea	8,20	8,03	7,76	7,52	7,52	7,61	7,62	0,1%
China	6,52	6,45	6,68	7,05	7,30	7,35	7,45	1,4%
Argentina	2,35	2,32	2,46	2,66	2,50	2,51	2,42	-3,8%
India	2,21	2,04	2,08	2,04	2,29	2,20	2,33	5,7%
Rusia	2,49	2,35	2,41	2,39	2,02	2,05	2,03	-1,1%
Mexico	1,94	1,92	1,84	1,87	1,84	1,77	1,73	-2,0%
Pakistan	1,45	1,50	1,54	1,58	1,62	1,66	1,71	2,7%
Japón	1,23	1,24	1,26	1,23	1,23	1,21	1,22	0,4%
Otros	11,38	11,25	11,45	11,95	12,27	10,84	10,96	1,1%
TOTAL	57,4	56,5	57,0	57,8	57,7	56,5	57,0	0,9%

Fuente:USDA. En millones de tons. Eq. peso carcasa

6. AGRICULTURA

Así como el petróleo, el mercado de granos atraviesa una fase de sobreproducción en los cultivos principales –trigo, maíz y soja- que mantiene los precios bajo presión. Los altos precios del período 2003-2013 que llevaron a expansión de áreas sembradas, la baja en el precio de la energía y por lo tanto de los biocombustibles, el freno de China y las condiciones climáticas favorables en las principales zonas productoras han determinado un salto en la oferta de estos tres granos que no puede ser absorbida por la demanda y resulta en niveles récord de reservas. Hay un récord de producción y un récord de stock en los granos principales que seguirá en 2016.

Por el lado de la demanda, el crecimiento continúa pero ha sido atenuado por dos factores principales: con la baja del petróleo el etanol y el biodiesel ya no son solución y apenas acompañan en las mezclas. Por otra parte la economía de China ya no crece al ritmo de años anteriores y aunque el crecimiento de la demanda se mantiene, las importaciones tan altas han permitido que se constituyan niveles de reservas altas.

Los asiáticos siguen comprando soja en cantidades crecientes pero a un ritmo que no alcanza para absorber el aumento de la oferta de EEUU y el Mercosur. El panorama es un poco distinto

en el arroz, único cultivo de alta escala cuyas reservas van en caída. Allí además Uruguay tiene una variedad de nichos donde colocar su producción. La posibilidad de sostener un precio similar al de años anteriores es difícil pero no imposible y significaría un respaldo al cultivo.

En suma, las áreas agrícolas deberán ir bajando, pero lo hacen a un ritmo muy lento. Lo principal en 2016 es la baja que tendrá el área de trigo en EEUU de acuerdo a las primeras modelizaciones del USDA. La producción mundial de cereales –excluido arroz- en 2015 se ubicó apenas debajo de las 2.000 millones de toneladas, un descenso mínimo respecto a los 2.026 millones de toneladas producidos el año anterior. Y se mantendrá muy cerca de los 2.000 millones en 2016. Por tres años consecutivos la producción sigue muy alta, fue récord en 2014, la segunda mayor de la historia en 2015.

Las reservas globales de granos volvieron a aumentar el año pasado, unos 7 millones de toneladas, a 450 millones de toneladas. Y en 2016 se mantendrán cerca de esos niveles. No habrá rebote de precios hasta que las reservas bajen y aunque lo harán en este año, será a un ritmo muy lento. A eso se suman los altos niveles de reservas en soja.

En particular volvió a ser extraordinaria la producción global de trigo, maíz y soja. En maíz se mantiene una producción mundial muy cercana a los 1.000 millones de toneladas, particularmente si se confirma un crecimiento de área en EEUU en la próxima primavera. En soja se mantiene una producción del orden de 320 millones y las reservas de ambos granos son récord. Una sequía grave causada por El Niño en Sudáfrica ha reducido en algo la perspectiva de oferta pero eso es un matiz en un mundo que sigue sobre abastecido.

Lo mismo pasa con el trigo, que no tuvo grandes contratiempos climáticos a nivel global, repitió una producción de más de 700 millones de toneladas y siguió consolidando reservas que también son récord. Entre los países que tuvieron contratiempos en materia climática estuvo Brasil que tuvo daños tanto en trigo como en arroz. Y es en este último grano donde aparecen algunas oportunidades al ser el único en el que se da una baja en el nivel de reservas mundiales.

La producción permanece estable por debajo del consumo global.

Aunque las áreas de los principales cultivos van en descenso, éste es tan gradual, que la transmisión a precios depende de que el clima genere algún problema grave. La demanda crece gradualmente porque los biocombustibles ya no empujan.

En el caso de la soja, la producción ni siquiera baja. Posiblemente se establezca por mayor área en Brasil pero menos en Argentina y similar a la de 2015 en EEUU. Por lo tanto, nuestra opinión es que un rebote de precios internacionales es poco probable en este año. El mercado debe permanecer estabilizado en dólares este año para los principales granos, en niveles en los que muchos agricultores del mundo no lograrán márgenes y a partir de 2017 debe ser más consistente la baja de área y el gradual repunte de los precios.

El auge agrícola uruguayo está ante un segundo año de desafíos. El 2015 pudo ser cruzado en base a rendimientos aceptables en verano y muy buenos en los cultivos de invierno. Los cultivos de verano 2016 se encaminaban a un buen rendimiento, pero las irregularidades de El Niño llevan a un resultado irregular. Lo escaso de las lluvias de enero y parcialmente en febrero causó pérdidas en cultivos de maíz y soja.

Son imprescindibles las altas cosechas para ir ganando tiempo a la espera de un rebote de precios en 2017, más factible en cereales que en soja. La recuperación demorará en la

oleaginosa, lo que es todo un desafío para el boom agrícola uruguayo que estuvo basado en la oleaginosa. Como en los demás casos, es la suba del dólar lo que permitirá ir capeando el temporal a quienes logren altos rendimientos.

Entre darle más espacio a la ganadería, darle un lugar a los ovinos, diversificar a cebada y colza en cultivos de invierno, persistir en la baja de costos, seleccionar solo las chacras de muy alto rendimiento, evaluar esquemas agricultura pasturas que en otros tiempos fueron sustentables y explorar nuevos cultivos habrá un combo de medidas para pensar la competitividad futura en un mundo en el que los precios del petróleo primero catapultaron a la actividad y ahora la tienen sometida a un ajuste que debe ir acompañado de una baja en los costos de la tierra y de la energía para que la actividad pueda mantenerse en el mercado mundial.

- Trigo

El mundo volverá a producir más de 700 millones de toneladas de trigo en 2016, por tercer año consecutivo y muy por encima de todas las producciones anteriores. Y dentro de esa persistencia estará el salto productivo de Argentina como para complicar un poco más las cosas para la producción local. Brasil se mantendrá como importador fuerte, bajará su área triguera y por ahí Uruguay debe buscar las brechas para seguir como exportador.

Al cierre del Anuario parece el cultivo más complicado a nivel de Uruguay ya que los precios disponibles son solo para exportación y ubicados por debajo de US\$ 150 por tonelada, no tienen por ahora mayores estímulos para sostener el área sembrada el año pasado.

La sucesión de tres cosechas mundiales muy elevadas, especialmente en la Unión Europea, la ausencia de problemas climáticos importantes en las principales zonas productoras del mundo, lleva a que haya un nivel récord de reservas en el mundo. Con un stock mundial de 230 millones de toneladas en 2016 y sin perspectivas de corto plazo para que esa cantidad de reservas baje, el precio internacional se mantiene sumamente estable, determinando techos no solo para el precio del trigo en Uruguay sino acotando también las referencias para el de la cebada.

En consecuencia, 2016 puede ser el segundo año consecutivo en el que la cebada se pague más que el trigo. Todo un desafío para el cultivo. En EEUU ya se sabe habrá una fuerte caída del área, tal vez anticipo de un rebote de precios.

Aunque en Uruguay y en otros países el área se va recortando, la superficie global de trigo no descendió en los cultivos 2015/16. Los granos uruguayos se tienen que hacer un lugar en un mundo sobre ofertado y el del trigo es un típico ejemplo. El área mundial había sido 222 millones de hectáreas en 2015 y se va a 225 millones en 2016, en referencia a los cultivos que al comienzo del año están sembrados en el hemisferio Norte.

El stock ha subido a 239 millones desde 215 millones en 2015 desde los 177 millones de 2012. Por ahora, en base a rendimiento, los agricultores uruguayos logran sostenerse. Pero esperamos que la superficie de trigo en Uruguay vuelva a tener un descenso en 2016 y ceda hectáreas a cebada, colza y ganadería. El rendimiento de los cultivos de invierno de la pasada cosechas fue el mayor de la historia. Y eso en un año Niño tuvo doble mérito. Se suponía que las lluvias se llevarían algo del rendimiento causando enfermedades por hongos.

Pero no fue así. Las lluvias fueron las justas y las noches frías de la primavera hasta el final del cultivo permitieron cosechas récord. Mientras el rendimiento promedio de Uruguay se había

ubicado en 3.400 kilos tanto para trigo como para cebada, en la última cosecha fueron frecuentes las chacras que superaron los 5.000 kilos y el promedio nacional de trigo superó por primera vez los 3600 kilos por hectárea. El rendimiento de 3.610 kilos por hectárea permite pensar que si Uruguay logra consistentemente un buen nivel de calidad puede mantenerse como exportador aún durante la fase de bajos precios que continuará este año y posiblemente durante el año 2017.



- Cebada

Dos cultivos casi idénticos en su biología pero con una lógica comercial cada vez más diferente, la cebada es de los rubros que empieza 2016 con impulso tras un rendimiento récord en 2016 y consolidar un sistema de precios más flexible que el trigo.

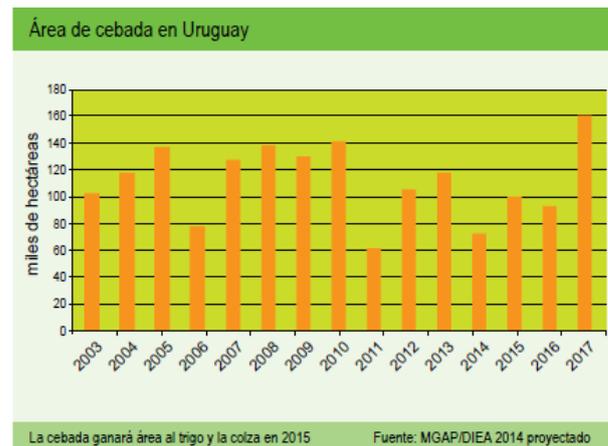
La cebada no es un commodity. Es un producto sometido a especificaciones y que luego de años de tener un menor precio que el trigo, parece posicionarse de acuerdo a su nivel de especialidad. Como producto diferenciado, con condiciones muy específicas para satisfacer a la industria ha generado un marco comercial más favorable y predecibles en los últimos años y en el cultivo 2015 tuvo un espaldarazo que le permite mirar con interés el 2016.

Al vincular su precio al mercado de futuros de Chicago y dar libertad a los productores para que pueden ir tomando posiciones de venta cuando lo deseen logró captar la atención. Al cierre del Anuario todavía no está claro si se mantendrá el pago fijo por 1.000 kilos que resultó muy estimulante para los productores durante 2015.

En 2015 un excelente rendimiento llevó a que la producción haya sido la mayor de los últimos cinco años. Y las industrias apostarán a crecer en área en 2016, captando buena parte de las hectáreas que dejará vacante el trigo.

De esa manera la cebada volverá a ubicarse por encima de las 100 mil hectáreas y empieza una lógica ascendente en superficie que la llevará a niveles similares a los que tuvo en su mejor momento en la década pasada. Dadas las ampliaciones de capacidad industrial podría incluso aspirar a llegar a las 150 mil ha y tal vez más.

Además hay otros emprendimientos vinculados a la exportación de grano que de a poco se van ganando un lugar en un cultivo más diverso que en el pasado.



La asociación de Uruguay con Brasil en este rubro parece ser de las pocas cosas en las que algo parecido al Mercosur funciona en términos de complementariedad productiva. Ellos tienen una enorme demanda y Uruguay tiene la oferta.

Este año nuevamente se pagará a los productores como base el 100% del precio del trigo de Chicago de diciembre. La competencia con trigo es menor y eso puede quitar un poco de presión a las empresas malteras en cuanto a dar beneficios que estuvieron disponibles en 2015. Maltería Oriental aumentará su área de 45 mil a 60 mil hectáreas dada la ampliación de su planta a una segunda industria, lo que sucedería a partir de julio.

El cultivo cuenta además con una baja en el precio de la semilla, lo que contribuye a la adaptación a una lógica de bajos costos. Las malterías estiman que el rendimiento de equilibrio ha pasado a 3.000 kilos, unos 600 kilos más debajo de los del año pasado, al menos en las estimaciones de la industria.

Esa fue en particular la estimación de Bruno Maneiro, gerente de originación de Maltería Oriental en el programa Tiempo de Cambio. De esa forma la cebada pasaría de 100 mil hectáreas a unas 130 o 150 mil y puede continuar el crecimiento. En los momentos de auge agrícola el cultivo se ve algo más relegado, y en tiempos difíciles saca a relucir sus ventajas comerciales.

De esa forma Uruguay consolidaría una situación de autoabastecimiento en cebada con capacidad industrial creciente. La cebada parece consolidarse como una alternativa para enfrentar el 2016 junto al otro cultivo de invierno que viene ganando terreno año tras año: la colza.

- Maíz

El mercado del maíz es un determinante clave del conjunto de los precios de los alimentos. Y como otros granos, atraviesa un momento de altos stocks que no declinarán significativamente este año. Con una oferta ya declinante, que en cierta medida puede anticipar una recuperación de precios en 2017. Pero por ahora esa reducción de la oferta es insuficiente, las reservas siguen muy altas, derivadas de la alta producción de EEUU, Argentina y Brasil y de la acumulación de reservas de China, un factor que pesa muy fuerte en el mercado. Como contrapartida la menor producción de Sudáfrica y la Unión Europea que permiten que la producción mundial se estabilice y alivie un poco a un mercado que se ha mantenido sumamente estable en Chicago.

El maíz es un grano clave. Incide en el precio de los demás cereales ya que el trigo y la cebada se usan como forrajeros e incide en los costos de producción de la ganadería, que en buena parte del mundo se hace a través del maíz. Es determinante además del precio de la carne de cerdo y pollo.

Y si baja el precio de estas carnes, el de la carne vacuna se encuentra también amenazado. A mediados de 2016 habrá unas 209 millones de toneladas de maíz en stock en el mundo, la mayor cantidad alguna vez registrada. Por eso el dato primario de siembra en EEUU en 2016 lleva a suponer que la recuperación de muchos precios agropecuario será muy lenta. Los farmers estadounidenses aumentarían la superficie maicera de 35,6 a 36,4 millones de hectáreas.

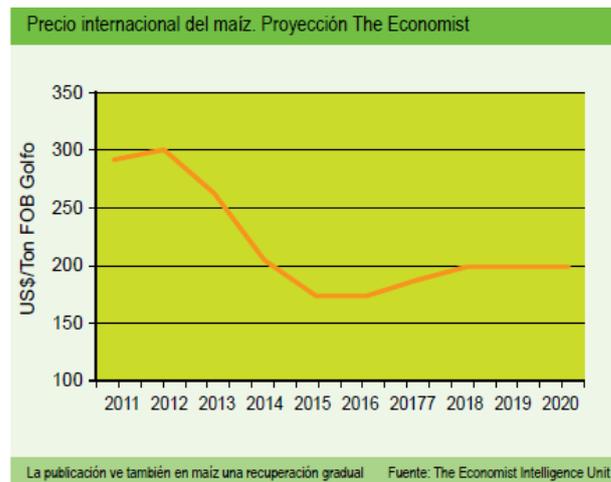
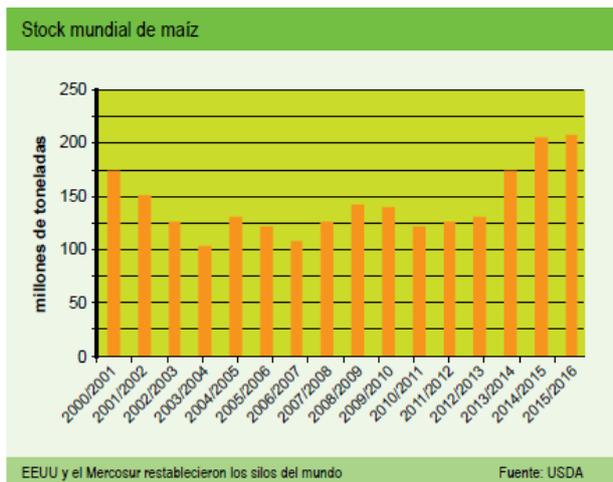
Si el rendimiento es normal, será la cuarta cosecha que se ubica en el entorno de 350 millones de toneladas. Por otra parte es el cultivo más caro por hectárea excepción hecha del arroz. Y así su área mundial ha bajado en dos millones de hectáreas cada uno de los últimos dos años.

Pero ese descenso ocurre desde una superficie récord sembrada en 2013/14, por lo que los mercados siguen muy bien abastecidos. Además de la inercia de aumento de área generada durante el ciclo alcista, hay dos factores adicionales que generan un alto nivel de reservas. Por un lado, el azar climático ha jugado a favor de la producción maicera. Luego de la gran sequía de 2012, los cultivos de EEUU tuvieron la compensación de lluvias muy favorables y rendimientos muy altos, que superaron los 10.500 kilos por hectárea en los últimos dos años.

De modo que las existencias del grano se han acumulado y han mantenido al principal grano por volumen de producción en una situación de precios bajos que ha repercutido directamente en el precio de los lácteos. A nivel mundial el stock de maíz a mediados de 2016 se estima en un récord de 208 millones de toneladas, frente a 206 millones de mediados de 2015. Una suba muy fuerte ya que venía de niveles de 125 millones en 2013.

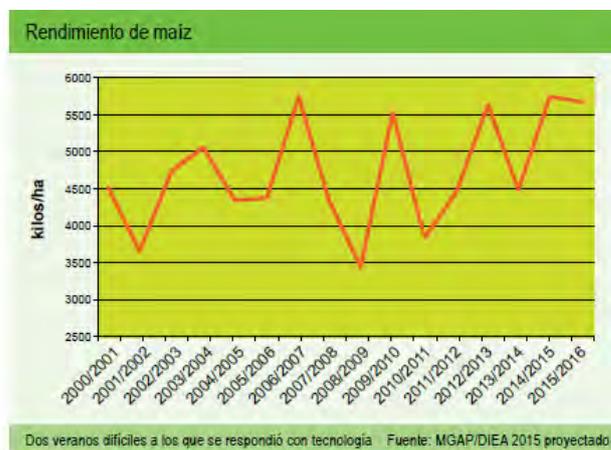
Por otro lado, las importaciones de años anteriores de China y las buenas cosechas obtenidas han llevado a que las reservas del país asiático se hayan disparado de una manera espectacular. El stock de China creció de 50 millones de toneladas en 2010 a 111 millones de toneladas previstas para mediados de este año. De esta manera, cualquier rebote en el precio de los granos será rápidamente amortiguado por la liberación de reservas.

China ahora está lejos de ser un importador de maíz como pareció que sería cuatro o cinco años atrás. La producción récord de 2014/15 hizo la diferencia, con 361 millones de toneladas. Ahora la producción va bajando. Pero los 345 millones de toneladas producidos en 2015/16, y el aumento de área que el USDA espera para este año no permiten esperar un repunte de precios en este año. El USDA espera que se recupere parte del área que se recortó en 2015.



El año pasado tuvo una baja de un millón de hectáreas que fueron ganadas en parte por la soja. Paso de 33,6 a 32,6 millones de hectáreas. Pero la baja del precio de la soja llevará a que la superficie de este año se repunte, en la primera estimación a 33,4 millones de hectáreas. Y por lo tanto cabe esperar que la producción también se mantenga cerca de los 350 millones de toneladas, lo que mantendrá a los mercados bien abastecidos.

Eso dependerá de los rendimientos que se obtengan en el principal país exportador. EEUU viene de dos años con rendimientos superiores a los 10.500 kilos por hectárea. ¿Cambio tecnológico o azar climático favorable? Este será un año para ver si se consolida la muy alta productividad de EEUU o se vuelve a un rendimiento más cercano a las 10 toneladas que son un promedio de largo plazo. Si ocurre un quiebre del rendimiento de los cultivos de verano en EEUU –tras dos años que fueron muy buenos– todo el panorama de mercados puede dar un vuelco.



El área uruguaya se mantiene estabilizada en torno a 80 mil hectáreas, que generan una producción cercana a las 400 mil toneladas y que se hace lugar ante un consumo interno cada vez más importante. A nivel local, los cultivos debieron cruzar un enero muy difícil, con olas de calor y lluvias irregulares. Los maíces de segunda y los de primera que no se plantaron muy temprano tendrán un rendimiento mediano a bajo.

En Uruguay la alternativa maicera sigue mostrándose difícil y con un área muy acotada a las 80 a 100 mil hectáreas de buena calidad de suelos. Además las dificultades del sector lechero llevarán a que es negocien precios relativamente bajos.

Los compradores tienen para elegir entre el producto local, el de Argentina, Paraguay y tal vez inclusive Brasil. La intención de siembra declarada fueron 89 mil hectáreas de las cuales 68 mil fueron de primera y 21 mil de segunda, algunas de las cuales se perdieron por la sequía de enero y primera mitad de febrero.

El área se ha emparejado mucho con el sorgo que de la mano de Alur. La exportación de maíz ha quedado en una situación relativamente marginal, mientras que la importación ya forma parte de la lógica productiva de Uruguay.

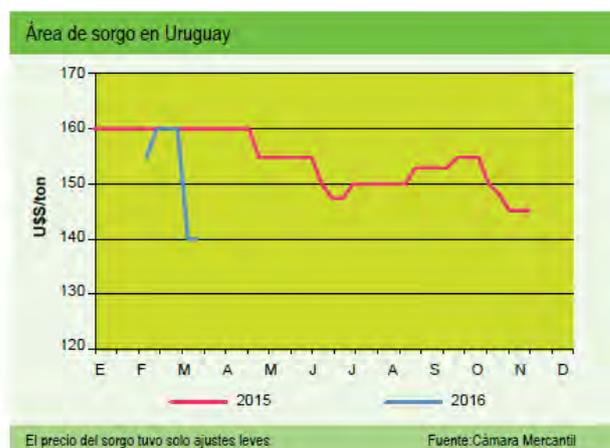
- Sorgo

Claro está que el sorgo tiene virtudes propias que quedaron demostradas este año en el que los cultivos de verano tuvieron que soportar un enero durísimo y un febrero adverso en su primera quincena. Mientras las exportaciones de maíz grano prácticamente quedaron interrumpidas en 2015, el sorgo se mantuvo como exportador, situación que mantiene desde 2012, aunque bajando, desde 19.000 toneladas en 2014 a 15.000 en 2015, es todavía un aspecto significativo dentro del balance del cultivo. Pero el motor del sorgo está en el consumo interno que se mantiene muy elevado, mostrando un cambio radical respecto a la ganadería de la década anterior.

En el año 2016 la baja de precio de la leche puede ser un factor que modere ese fuerte consumo. En la cosecha pasada el sorgo sumó una producción elevada, estimada oficialmente en 327 mil toneladas, 8% más que el año anterior por aumento de área, repitiendo un rendimiento en torno a 4.000 kilos por hectárea.

El área estimada fue de 82 mil hectáreas para grano seco al que se agrega una estimación de 54,5 mil hectáreas sembradas para grano húmedo. La producción de sorgo para grano húmedo fue de 165 mil toneladas. En este caso en baja respecto al año anterior. El área para grano seco de 2015 sube marginalmente a 84 mil hectáreas en 2015.

El futuro de la demanda originada en Alur sigue generando dudas. Por lo tanto no se puede aventurar mucho sobre el futuro de la siembra en 2016. La demanda para el tradicional uso forrajero parece bastante asegurada aunque la baja de precios del novillo y la leche y las adversas relaciones de reposición en la invernada pueden perjudicar a la demanda.



La variabilidad e imprevisibilidad del clima de verano llevan a que para muchos productores el sorgo se mantenga como la apuesta más segura del verano. Aunque el aumento del área supone

un riesgo de saturación para el mercado, el aumento que se ha dado en la demanda da respaldo a ese incremento de área. Uruguay consume unas 500 mil toneladas anuales de sorgo, frente a menos de 200 mil que consumía un año atrás. De modo que entendemos poco probable un tapón del mercado en 2016.

Por otra parte la difícil situación forrajera a la salida del verano en la zona este del país puede significar una demanda adicional, mientras que en la lechería el bajo costo del sorgo puede darle ventajas respecto al maíz.

- Soja

Esto va a generar tensiones y desafíos dentro de una agricultura extensiva a la que le cuesta dejar de sembrar un cultivo con buena resistencia a la sequía, fluidez en la operativa a futuros y un costo de implantación que es aproximadamente la mitad que el del maíz. Por lo tanto la sobre oferta se prolonga y el rebote de precios, en nuestra opinión, se aleja, salvo que alguna catástrofe climática suceda. En 2016 se volverán a contar cosechas récord en los países clave, seguirá el aumento en el volumen de soja en stock y seguirá un mercado bajo presión a la baja.

La mayor novedad positiva para este año será la baja del área de Argentina en la próxima primavera, en la que el maíz le ganará hectáreas a la oleaginosa. La demanda de China sigue creciendo a buen ritmo y lo mismo sucede con las importaciones porque la producción doméstica de soja del país asiático sigue en baja.

Pero eso no es suficiente para levantar los precios y es posible que la velocidad del crecimiento del consumo de China sea menor en el futuro tanto por el alto volumen que ha importado como por el freno de su economía. EEUU, Brasil y los demás países del Mercosur mantienen áreas de soja muy elevadas y por lo tanto 2016 volverá a ser un año récord para la producción del Mercosur y más tarde este año EEUU debe levantar otra cosecha de gran tamaño, cercana a los 105 millones de toneladas.



Por otra parte, el 2016 es el año en que las reservas que se acumularon en Argentina salgan al mercado, agregando una demanda adicional importante. Esto se ha venido esperando sin que se concrete plenamente al cierre de la edición. Los productores parecen seguir esperando una suba más vigorosa del dólar en Argentina antes de vender.

Argentina va rumbo a una cosecha del entorno de 57 millones de toneladas, algo menor a la del año anterior, pero el Mercosur va rumbo a un nuevo récord sojero. Si la soja argentina

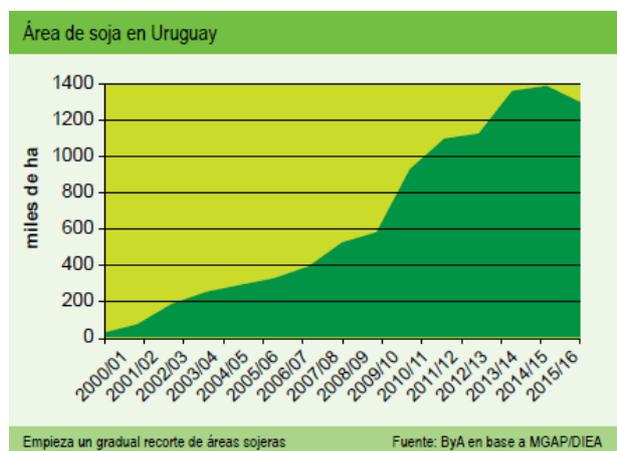
almacenada de safras anteriores sale a colocarse la oferta regional será mayor a la que se deduce meramente de la producción.

La producción del Mercosur y Bolivia será de unas 173 millones de toneladas, dos millones más que en la cosecha anterior, con la suba de Brasil, Paraguay y Bolivia compensando leves descensos en la producción de Argentina y Uruguay.

Es el caso de la cosecha de Brasil que atravesó problemas de falta de agua en el centro y exceso de agua en el sur y una ola de calor en enero afectó a los cultivos de Uruguay y Argentina recortando algo de la producción. Pero la mayoría de los pronósticos mantienen una proyección que está en 100 millones de toneladas, la mayor producción de la historia. El dólar alto estimuló a los agricultores y los rendimientos en promedio no serán malos. De modo que la soja va a rumbo a estabilizarse muy cerca de los US\$ 300 por tonelada, tal vez apenas por encima de esa referencia. Y eso para los productores uruguayos es un desafío difícil de asumir.

Aunque la demanda mundial se mantiene firme, el stock mundial sigue subiendo, a unos 80 millones de toneladas a mediados de 2016, desde 75 millones un año atrás. Las reservas de EEUU también siguen en ascenso. De 2,5 millones de toneladas a mediados de 2014 –casi nada- a 5 millones a mediados de 2015 y a 11 millones en 2016. El mercado está bien abastecido. Solo un problema climático grave puede mover a la soja hacia arriba.

Oil World prevé que en 2017 el stock empiece a bajar sobre la base de una estabilización de la producción. Se mantendría el área sojera de EEUU y bajaría levemente el rendimiento que fue casi ideal el año pasado. Bajaría el área de Argentina al salir las retenciones al maíz y volverse más atractivo el cereal. Otro de los casos en los que 2016 puede marcar una situación de precios piso y 2017 el comienzo de una muy gradual recuperación.



La baja de precios no amilanó a los agricultores uruguayos que siguen apostando a la oleaginosa que persiste como cultivo mayoritario. En Uruguay la producción bajará en forma consistente con la caída del área. Oficialmente la intención de siembra es de 807 mil hectáreas para la de primera y 354 mil para la de segunda. Eso daría 1,161 millones de hectáreas, aunque a nivel privado se espera nuevamente un área de 1,3 millones de ha. La producción debe quedar cerca de los 2,9 millones de toneladas. La soja será un factor que consolidará un nuevo descenso en las exportaciones del país en 2016. Porque además de la baja muy leve de área, los cultivos enfrentaron en muchas zonas un hueco en materia de lluvias a partir del 4 de enero hasta mediados de febrero que afectó a los rendimientos. La producción estimada tiene un piso de 2,8 millones de toneladas y un techo de 3,1 millones.

Fuente: Perspectivas Agropecuarias 2016 – Blasina y Asociados.

X. RIESGOS Y MITIGANTES

1. ADVERTENCIAS.

La información contenida en este Prospecto ha sido preparada para asistir a posibles inversores interesados en adquirir los Certificados de Participación, en realizar su propia evaluación de la emisión. A efectos de adoptar una resolución de invertir en los Certificados de Participación, el inversor deberá tener en cuenta que una inversión de estas características es una inversión de renta variable y como tal, no se predetermina o asegura una rentabilidad para la inversión. En estos casos, el rendimiento se encuentra ligado a variables aleatorias sobre las cuales no se realiza promesa alguna de comportamiento. De esta manera, la generación del rendimiento esperado puede implicar la pérdida parcial o total del capital invertido.

Este Prospecto contiene manifestaciones enfocadas hacia el futuro, las cuales incluyen información referente a estimaciones o expectativas actuales del Plan de Negocios. Se advierte a los potenciales inversores que tales manifestaciones sobre el futuro no son una garantía de desempeño, que existe riesgo o incertidumbre de que se puedan presentar en el futuro, y que los resultados reales pueden variar sustancialmente con respecto a las proyecciones sobre el futuro, debido a factores diversos.

2. DESCRIPCIÓN DE RIESGOS Y SUS MITIGANTES.

A) Condiciones climáticas impredecibles y pestes podrían tener un impacto adverso en la producción agrícola

La ocurrencia de condiciones climáticas adversas severas, como seca, heladas impredecibles, granizo o inundación podría tener potencialmente impactos devastadores en la producción agrícola y a su vez podría afectar la disponibilidad y precios de los granos que comercializamos en este negocio.

Las condiciones climáticas adversas podrían incrementarse por el cambio climático, los efectos de este cambio podría reducir los rindes de nuestros productos o incrementar los costos de mantenimiento de los cultivos. Adicionalmente al riesgo climático, podría contribuir a esto la presencia de insectos o pestes que afecten negativamente a los cultivos. En el año 2008 y 2009, Uruguay sufrió secas que se encuentran entre las peores de los últimos 70 años, futuras secas podrían afectar los rendimientos y calidad de los cultivos del Aparcero en los años venideros.

En cambio climático global ha causado que Uruguay comience un proceso de cambio de clima subtropical a tropical. En los años pasados, grandes secas han sido continuadas con grandes inundaciones. La existencia de plagas puede impredeciblemente afectar la producción agrícola y afectar los cultivos hasta niveles donde la comercialización es inviable. Aún cuando solo pequeñas porciones de la producción del Aparcero se pueda ver afectada, los resultados de las operaciones pueden ser afectados sustancialmente.

➤ **Mitigantes**

El Plan de Negocios se basa en la agricultura bajo riego, como ya se ha descrito anteriormente, operando bajo riego alrededor de 70% del área agrícola. De esta manera se reduce considerablemente el riego por sequía, asegurando en condiciones normales una producción mínima estable en cuanto a sequía corresponde. Sin embargo existen potenciales condiciones extremas en donde podría ocurrir que las fuentes de agua se agoten impidiendo al Aparcero brindar el agua necesaria a los cultivos. La aplicación del riego reduce ampliamente el riesgo de seca de acuerdo a las condiciones climáticas actuales de Uruguay, incluyendo las sequías que acontecieron en los años 2008 y 2009.

Con respecto a las plagas, el Aparcero utiliza todo el paquete de productos necesarios para evitar dicho acontecimiento. Este aspecto deberá ser controlado por el Comité de Vigilancia. Sin embargo, podría desarrollarse un nuevo tipo de plaga que no posea el producto correspondiente para ser controlado.

Existen a su vez otras condiciones climáticas extremas que podrían afectar los cultivos de manera total o parcial, para estos casos el Aparcero contratará un paquete de seguros conforme a los lineamientos establecidos en el Capítulo VII, que cubren dichas eventualidades con el fin de asegurar un retorno equivalente a un nivel de producción mínimo de manera que no exista pérdida económica ante este tipo de eventualidades.

B) El cambio en precio de los productos puede afectar adversamente el negocio, la condición financiera y el resultado de las operaciones

Los precios de los productos agropecuarios han sido históricamente cíclicos y sensibles a los cambios en la oferta y demanda local e internacional. Al mismo tiempo, los productos producidos son comercializados con derivados financieros por lo tanto están también sujetos a la especulación financiera que podría afectar el negocio.

Los precios que puede obtener el Aparcero por los productos agrícolas que producirá dependen de muchos factores que están fuera del control del Aparcero, incluyendo:

- Precio internacional de los granos, los que históricamente han fluctuado considerablemente en cortos periodos de tiempo dependiendo de la oferta y la demanda de los mismos.
- Cambios en el nivel de subsidios a la producción agrícola de los principales productores mundiales (especialmente EE.UU. y la Unión Europea) y los cambios de política de mercado que afecten la industria.
- Cambios en las barreras de importación de los principales consumidores (China, India, EE.UU. y la Unión Europea principalmente).
- Cambio en las políticas gubernamentales sobre los biocombustibles.
- Cambio en los niveles de inventario de granos mundial.

- Cambios o desastres climáticos en importantes áreas de producción agrícola.
- La capacidad productiva de competidores, y
- La oferta y demanda de productos sustitutos.

➤ **Mitigantes**

Se definirá el uso de los establecimientos para definir el incremento o reducción de cada variedad de grano en función de las condiciones que el mercado presenta. Históricamente el precio de los granos ha ido incrementando en el largo plazo, más allá de situaciones puntuales en periodos de tiempo específicos. El Aparcero utilizará las estrategias de comercialización referidas en el Capítulo VII tanto en el mercado local como el internacional para mitigar este riesgo exógeno.

Dado el deseo de limitar el riesgo precio en el corto plazo mientras que desarrolla una estrategia a largo plazo de los productos básicos de cobertura, el Aparcero utilizará una combinación de contratos forwards disponibles en el mercado local sumado a estrategias de opciones en el mercado internacional de Chicago.

C) Los precios de la tierra en Uruguay han escalado en la última década, cualquier deterioro en el mercado inmobiliario de Uruguay podría impactar adversamente el negocio.

El mercado inmobiliario en Uruguay es fuerte y los precios de tierras agrícolas en Uruguay se han incrementado dramáticamente en la última época. La totalidad de los Predios Productivos estarán ubicados en Uruguay.

Mientras que el aumento de precios de la pasada década puede ser debido, en parte, a un fortalecimiento de la economía uruguaya combinada con aumento de la demanda global para los productos agrícolas, la rápida escalada de los precios puede superar los factores económicos que subyacen a dicho crecimiento. En la medida en que dicho aumento precio sea superior al valor intrínseco, el mercado uruguayo de bienes raíces puede estar experimentando una burbuja similar a la que recientemente experimentó el mercado inmobiliario residencial en los Estados Unidos y otras partes del mundo.

Si el mercado uruguayo de la tierra agrícola está experimentando una burbuja, entonces el deterioro de los factores económicos subyacentes, tales como una disminución de la demanda mundial de productos agrícolas, podría hacer estallar tal burbuja, causando una rápida caída en el valor de la tierra.

Según los datos del Instituto Nacional de Colonización, los precios promedio de 2010 fueron 91% mayores a los de 2007, mientras que, según los datos que brindó la DIEA, los precios subieron 84% en el mismo periodo.

	El mercado de la tierra en 2011			Precio		
	Operaciones	Area	Area promedio	Minimo	Maximo	Promedio
Soriano	15	9210	614	3300	12300	7749
Colonia	4	4035	1009	4450	13500	7060
Rio Negro	11	10520	956	3000	9679	6841
San Jose	4	9912	2478	4500	7007	5451
Durazno	11	13967	1270	3073	7245	5116
Rocha	7	7362	1052	3443	6500	5002
Rivera	3	9683	3228	4545	5646	4821
Flores	4	2044	511	1800	8265	4817
Canelones	2	72	36	4000	5442	4721
Paysandu	18	28131	1563	1497	11000	4201
Florida	12	11952	996	3098	6075	4173
Lavalleja	9	14056	1562	2345	4200	3465
Maldonado	1	2621	2621	3300	3300	3300
Treinta y Tres	14	11960	854	1400	5606	3180
Tacuarembó	9	13154	1462	1200	4109	2835
Salto	8	8464	1058	1501	4000	2702
Cerro Largo	12	15802	1317	14000	4110	2397
Artigas	10	5791	579	300	3744	1979
Total	178	178735				4521

Fuente: en base a datos del Instituto de Colonización publicados por Búsqueda.

En el mercado global de tierras se está convalidando una tendencia a largo plazo alcista, que algunos consideran puede tener algunos rasgos de burbuja. El precio de la tierra no solo es récord en Uruguay, también lo es en zonas donde hay una larga tradición agrícola y no cambian las reglas, como EEUU donde los precios suben aceleradamente dada la alta rentabilidad y las bajas tasas de interés. En ese sentido se espera que tanto capitales nacionales como extranjeros, sigan viendo a la tierra como un refugio de capital, sino como una inversión a futuro con un retorno muy positivo.

Es de esperar que con los precios de las materias primas, la incertidumbre en Europa y EEUU y las tasas de interés casi cero, seguirán llevando a una demanda por tierra que superarán a una oferta muy escasa.

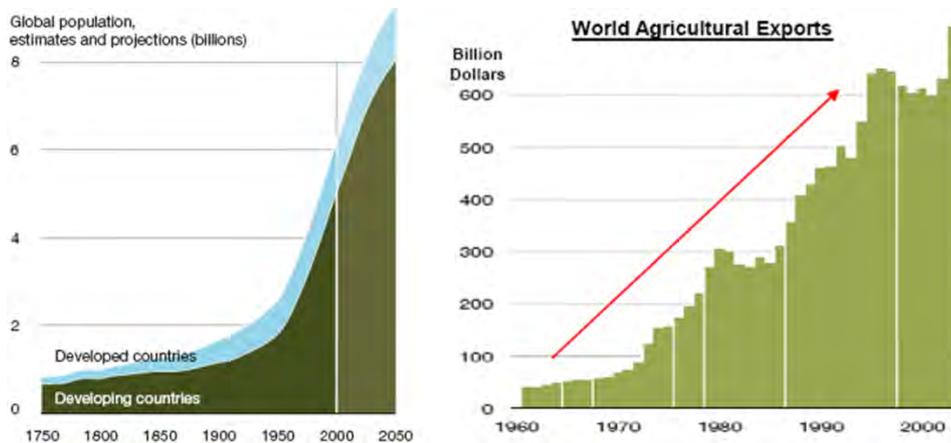
Fuente: Perspectivas agropecuarias 2012 (Blasina y Asociados).

➤ **Mitigantes**

Demanda de alimentos y población creciente

- Población mundial en crecimiento
- Transformación socioeconómica de la población, la clase media está creciendo en países como China e India
- Modificación de la dieta en función de un mayor poder adquisitivo hacia alimentos más proteicos
- A mayor ingreso de una persona, mayor su consumo de carne
- Incremento de las calorías consumidas promedio per cápita en el mundo
 - 1964/66 : 2.000 calorías por día
 - 1997/99 : 2.600 calorías por día
 - 2030: 3.000 calorías por día

- El incremento en la demanda de biocombustibles contribuye a la demanda de granos



Fuente: *The Environmental Food Crisis (UN - 2009), ING*

Resistencia ante las crisis: La producción agrícola ha resistido las crisis financieras en los últimos años, debido a ser considerado un negocio seguro.

- Participación en el sector de nuevos participantes
- Densidad poblacional creciente y recursos naturales limitados operan como elemento de escasez
- Incremento en el precio de los alimentos como consecuencia de la creciente población mundial y los cambios culturales en oriente
- Los precios de la tierra se incrementan, al igual que su derivados a raíz de la concientización de su limitada capacidad

	5 Años	10 Años	17 Años
Tierra	7,7%	12,3%	11,8%
Acciones	-2,6%	-4,4%	5,2%
Inversión Inmobiliaria	4,7%	8,9%	9,3%
Bonos	1,9%	5,7%	6,9%

Fuente: *NCREIF Farm land and Office Index, S&P 500 Index; Lehman US Bond Index*

D) La historia operativa del Aparcero en Uruguay es limitada y podría no ser la correcta base para evaluar el presente negocio y el futuro resultado de las operaciones.

El Aparcero posee una historia de funcionamiento limitada para evaluar la viabilidad y la sustentabilidad de su negocio actual y sus perspectivas futuras. Por lo tanto, los inversores deben considerar las perspectivas de futuro del Aparcero a la luz de los riesgos e incertidumbres experimentadas por otras compañías con bajo track record local. Si no tiene éxito en el manejo de cualquiera de los riesgos, su negocio, las condiciones financieras, los resultados de las operaciones y el crecimiento futuro podrían verse afectada negativamente.

➤ **Mitigantes**

El Aparcero es una compañía joven en el Uruguay, y no posee larga historia de ejercicios económicos. Sin embargo, el grupo conformado en Bearing Agro S.A. reúne a distintas personas que poseen vasta experiencia en agricultura, como así también en el negocio local. El equipo de management de Bearing Agro S.A. está conformado por profesionales de Uruguay como de Argentina, que poseen una importante trayectoria en el negocio agropecuario uruguayo.

Asimismo, el nivel de asesoramiento tanto externo como interno, incluyen a especialistas en materia agrícola y riego, para desarrollar el diseño, la instalación y la operación de los sistemas de riego.

E) Dependencia del Aparcero de las condiciones de negocio y comercio internacional.

Los resultados operativos de Bearing Agro S.A. dependen en gran medida de las condiciones económicas y políticas en los mercados de exportación más importantes. Existen numerosos aspectos que afectan la capacidad competitiva de los productos que se comercializan y que deberían ser considerados, como ser: el deterioro de las condiciones macroeconómicas, la volatilidad de los tipos de cambio, la imposición de mayores aranceles, barreras comerciales o regulaciones relacionadas a los químicos contenidos en los productos y los requisitos de seguridad. Debido a la creciente participación en los mercados mundiales de materias primas agrícolas producidas en América del Sur, los productores estadounidenses, están cada vez más afectados por las medidas adoptadas por los países importadores con el fin de proteger a sus productores locales. Las medidas tales como la limitación de las importaciones adoptadas en un país o una región particular, pueden afectar significativamente el volumen de todo el sector exportador y, en consecuencia, los resultados operativos.

➤ **Mitigantes**

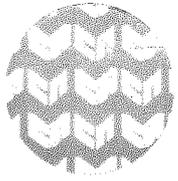
Como se menciona anteriormente, existe un incremento en la demanda mundial de alimentos pero, sin embargo, las tierras productivas que pueden satisfacer esta demanda son limitadas. Entonces, los mercados internacionales podrían limitar el ingreso de productos agrícolas siempre y cuando la producción local se los permita. En los casos en que un país ha limitado la importación de un producto, no ha podido sostenerlo en el mediano plazo o su demanda era pequeña de manera tal que no impactó significativamente en el mercado debido a que su mercado interno no es significativo en la demanda global.

Existen riesgos asociados a la posibilidad de limitantes en el mercado local de exportación, como aranceles y restricciones como ya hemos visto en países vecinos. En distintas oportunidades, la limitación de la exportación se ha correspondido con la necesidad de consumo local, pero entendemos que el mercado local uruguayo no tiene la capacidad de consumir la producción que sus recursos generan.

Sin embargo, todos los costos de producción, los aranceles y los impuestos tienden a mantener la rentabilidad del negocio. Existen casos donde los aranceles son excesivos, por lo que son los costos productivos los que disminuyeron debido a un automático ajuste de oferta y demanda. Es decir, el conjunto de costos y gastos relacionados con la explotación agropecuaria no puede desincentivar el negocio de manera tal que éste disminuya considerablemente su actividad. Este mecanismo de ajuste protege al productor ante la baja excesiva de rentabilidad como así también modera la rentabilidad excesiva cuando los precios de los granos aumentan demasiado.

XI. ANEXOS

ANEXO I
CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO



Ff N° 809765

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6
CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

En la ciudad de Montevideo, con fecha 15 de marzo de 2016 entre,

POR UNA PARTE

BEARING AGRO S.A., inscrita en el RUT con el número 216735150019, con domicilio en Dr. Alejandro Schroeder 6558 de esta ciudad, representada en este acto por Carlos Enrique Garbino, titular de la cédula de identidad uruguaya número 1.935.137-5 en su calidad de director, y Francisco Rodríguez Pitt, titular del DNI número 30.978.878 en su calidad de director; y

POR OTRA PARTE:

TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A., inscrita en el RUT con el número 215314520016, con domicilio en Andes 1365 p.14 de esta ciudad, representada en este acto por Pablo González, titular de la cédula de identidad uruguaya número 2.916.114-0, y Martín Improta, titular de la cédula de identidad uruguaya número 3.101.204-0, en sus calidades de apoderados;

convienen en celebrar el presente Contrato de Fideicomiso Financiero, conforme a los siguientes términos y condiciones.

PRIMERO: Definiciones.-

A los efectos del presente Contrato, los términos que a continuación se definen tendrán el significado que se les asigna en esta cláusula, tanto para su acepción singular como plural:

"Agente" es Bearing Agro S.A. quien en tal calidad cumplirá con las obligaciones establecidas en la cláusula Sexto del presente, y que refieren fundamentalmente a la etapa de adquisición y eventualmente de enajenación de los Predios Productivos.

"Agente Sustituto" es quien eventualmente se designe en caso de vacancia del Agente, a los efectos de desempeñar el rol de agente y cumplir por tanto con las obligaciones establecidas en la cláusula Sexto del presente, y que refieren fundamentalmente a la etapa de adquisición y eventualmente de enajenación de los Predios Productivos.

"Agente de Pago" es Scotiabank Uruguay S.A., o quien lo sustituya, institución de intermediación financiera del Uruguay encargada de efectuar los pagos que correspondan bajo los Certificados de Participación por cuenta y orden del Fideicomiso.

"Año Agrícola" refiere al período comprendido entre el 1º de julio a 30 de junio del año inmediato siguiente.

"Aparcero" es Bearing Agro S.A. quien recibirá la concesión del uso y goce de los Predios Productivos y se obligará a cultivar los mismos -y eventualmente desarrollar actividad ganadera o de otro tipo- bajo el o los Contratos de Aparcería.

"Aparcero(s) Sustituto(s)" es con quien o quienes eventualmente se resuelva contratar, en caso que se rescindan los Contratos de Aparcería que se celebren con el Aparcero en el marco

del Contrato de Fideicomiso.

"Anexos" son respectivamente, cada uno de los anexos del Contrato.

"Asamblea de Titulares" es la reunión de los Titulares de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, en el Contrato de Entidad Representante y en el Prospecto.

"Asesor Fiscal" es Auren Uruguay o la firma que lo sustituya contratada por el Fiduciario, y que no sea objetada por Bearing Agro S.A. con justificación razonable, para prestar el asesoramiento fiscal que requiera el Fideicomiso.

"Asesor Legal" es Bragard & Durán Abogados, o la firma que lo sustituya contratada por el Fiduciario, y que no sea objetada por Bearing Agro S.A. con justificación razonable, para prestar el asesoramiento legal y notarial que requiera el Fideicomiso.

"Asesores del Fideicomiso" son el Asesor Fiscal, el Asesor Legal y el Auditor Contable.

"Auditor Contable" es Deloitte Uruguay o la firma de auditores contables independientes a ser seleccionada por el Fiduciario y que no sea objetada por Bearing Agro S.A. con justificación razonable, para auditar los estados contables del Fideicomiso.

"Banco" es Scotiabank Uruguay S.A. o la institución financiera a ser seleccionada por el Fiduciario y que no sea objetada por Bearing Agro S.A. con justificación razonable.

"BCU" es el Banco Central del Uruguay.

"Beneficiarios" son los Titulares.

"BVM" es la Bolsa de Valores de Montevideo.

"Certificados de Participación" son los valores a ser emitidos por el Fiduciario por cuenta del Fideicomiso, que otorgan a sus Titulares el derecho a participar sobre los resultados y el remanente del Fideicomiso de conformidad con lo establecido en la cláusula 9.1 del presente, y que se emiten de acuerdo a los términos y condiciones que se establecen en el Contrato de Fideicomiso y en el (los) Documento(s) de Emisión de los Certificados de Participación.

"Comité de Vigilancia" es el comité preceptivo que designarán los Titulares de conformidad con lo establecido en la cláusula Décimo Octavo del Contrato.

"Compromiso de Suscripción e integración de Bearing Agro S.A." es el compromiso de suscripción e integración a ser suscripto entre el Fiduciario y Bearing Agro S.A., por el cual este último se compromete a suscribir en firme Certificados de Participación, y que se adjunta como Anexo V del Prospecto.

"Contrato de Agente de Pago" es el contrato en virtud del cual el Agente de Pago efectuará los pagos bajo los Certificados de Participación y que se incluye como Anexo VI del Prospecto.

"Contrato de Aparcería" es el o los contratos a ser suscriptos con el Aparcero (o en su caso con el Aparcero Sustituto) al amparo de los arts. 143 y siguientes del Código Rural (Ley Nº 10.024 de fecha 14 de junio de 1941), del Decreto-Ley Nº 14.384 de fecha 16 de junio de 1975 y de la Ley Nº 16.223 de 22 de octubre de 1991, y sus normas modificativas, concordantes y reglamentarias, por el cual el Fiduciario concede el uso y goce, bajo la modalidad de aparcería,

Ff N° 809766

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

de los Predios Productivos al Aparcero, cuyo modelo de contrato se adjunta como Anexo II del Prospecto.

"Contrato de Entidad Registrante" es el contrato en virtud del cual la Entidad Registrante llevará el Registro de los Certificados de Participación y que se adjunta como Anexo VII del Prospecto.

"Contrato de Entidad Representante" es el contrato en virtud del cual la Entidad Representante asume la calidad de representante de los titulares de los Certificados de Participación y que se incluye como Anexo VIII del Prospecto.

"Contrato de Fideicomiso" o "Contrato" es el presente Contrato de Fideicomiso Financiero por el que se emitirán los Certificados de Participación.

"Contrato de Prenda de Granos" es el o los Contratos de Prenda sin Desplazamiento a celebrarse entre el Fiduciario y el Aparcero (o en su caso, el Aparcero Sustituto) por el cual éste último gravará con prenda sin desplazamiento de primer grado a favor del Fiduciario, el 23% de los cultivos de granos a desarrollarse en los Predios Productivos, de las cosechas obtenidas en virtud de los cultivos referidos precedentemente y de las indemnizaciones que correspondan bajo los seguros contratados por el Aparcero, conforme al modelo de Contrato de Prenda sin Desplazamiento que se incluye como Anexo III del Prospecto.

"Cuentas Fiduciarias" son la Cuenta Recaudadora, Cuenta de Gastos y la Cuenta Reserva.

"Cuenta de Gastos" es la cuenta bancaria abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en la cual se depositarán anualmente los fondos necesarios para hacer frente a todos los Gastos del Fideicomiso, conforme a lo previsto en la cláusula 11.2 del Contrato.

"Cuenta Recaudadora" es la cuenta abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en la que se depositarán los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación así como todos los ingresos del Fideicomiso, incluyendo entre otros, sin que implique limitación alguna, los importes derivados de la comercialización de la Producción Bruta propiedad del Fideicomiso, los ingresos derivados de la enajenación de los Predios Productivos; y con cuyos fondos se sufragarán los Gastos del Fideicomiso.

"Cuenta Reserva" es la cuenta abierta por el Fiduciario a nombre del Fideicomiso en la que deberán mantenerse depositadas la Reserva Contingente o la Reserva Fija.

"Día Hábil" es un día en que funcionen en Uruguay, las instituciones de intermediación financiera y la BVM.

"Documento(s) de Emisión" son el (los) documento(s) mediante el (los) cual(es) el Fiduciario emite los Certificados de Participación en cada Fecha de Emisión, cuyo modelo se incluye como Anexo IV del Prospecto.

"Entidad Registrante" es la Bolsa de Valores de Montevideo o la entidad encargada que lo sustituya y que deberá llevar el Registro, conforme a lo establecido en el Contrato de Entidad Registrante.

"Entidad Representante" es la Bolsa de Valores de Montevideo o la entidad que lo sustituya que actuará como representante de los titulares de los Certificados de Participación de acuerdo a lo previsto por el artículo 73 de la Ley 18.627 y en el Contrato de Entidad

Representante.

"Fecha de Cierre del Ejercicio del Fideicomiso" es el 31 de diciembre de cada año.

"Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola" refiere al momento en que el Aparcero debe efectuar el cálculo del Pago Mínimo con relación a la producción agrícola, lo cual deberá realizarse en cada ocasión en que se comercialice soja, de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.4 de este Contrato.

"Fecha de Emisión" es cada fecha en que se emitan Certificados de Participación, en cuyo momento se suscribirá(n) el (los) correspondiente(s) Documento(s) de Emisión.

"Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola" refiere al momento en que el Fiduciario debe liberar al Aparcero los fondos derivados de la comercialización de la soja depositados en la Cuenta Recaudadora, de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.4 de este Contrato.

"Fechas de Pago" son las fechas en que deben hacerse efectivo los pagos previstos en la cláusula 9.1 a los Titulares.

"Fideicomiso" es el "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas", que se constituye por el presente Contrato de Fideicomiso.

"Fideicomitente" es Bearing Agro S.A., en calidad de suscriptor de Certificados de Participación, en virtud de la obligación asumida en el presente y en el Compromiso de Suscripción e Integración, así como los futuros suscriptores de Certificados de Participación.

"Fiduciario" es TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

"Garantía de Integración" es la garantía que deberán constituir ciertos suscriptores de los Certificados de Participación, según se establece en el Prospecto y en el presente Contrato de Fideicomiso.

"Gastos del Fideicomiso" son los gastos de cargo del Fideicomiso que se establecen en la cláusula Décimo Tercero del Contrato de Fideicomiso.

"Gastos Iniciales" son los gastos y honorarios de cargo del Fideicomiso, previstos en la cláusula 5.6 del presente Contrato.

"Integración Diferida" refiere a la integración de Certificados de Participación realizada en varios pagos, conforme al cronograma de integración que se establece en el Prospecto –o las modificaciones resueltas por la Asamblea de Titulares-.

"Inversión en Riego" es la inversión en los Sistemas de Riego diseñados y presupuestados por el propio Agente con relación a cada uno de los inmuebles rurales, incluyendo la contratación de la empresa seleccionada por éste a los efectos de su instalación, así como cualquier otro gasto relacionado con su ejecución, que se efectuará con cargo a los fondos que componen el Patrimonio Fiduciario, conforme a lo previsto en la cláusula 8.9 del presente Contrato.

"Inversiones Permitidas" son las inversiones que podrá efectuar el Fiduciario de conformidad con lo establecido en la cláusula 11.5 del Contrato de Fideicomiso.

Ff N° 809767

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

"Ley de Fideicomisos" es la Ley N° 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003 y demás normas modificativas, concordantes y reglamentarias.

"Ley de Mercado de Valores" es la ley N° 18.627 de 2 de diciembre de 2009, y demás normas modificativas, concordantes y reglamentarias.

"Ley de Riego" es la Ley N° 16.858 de fecha 3 de septiembre de 1997 y demás normas modificativas, concordantes y reglamentarias.

"Ley de Uso y Conservación de Suelos" es el Decreto - Ley N° 15.239 de fecha 23 de diciembre de 1981 y demás normas modificativas, concordantes y reglamentarias.

"Ley de Tierras" es la Ley N° 18.092 de fecha 27 de diciembre de 2007, modificada por las Leyes N° 18.172 de 31 de agosto de 2007, N° 18.461, de 8 de enero de 2009 y N° 18.638 de 23 de diciembre de 2009; y su decreto reglamentario N° 225/007 modificado por el Decreto N° 201/008 y demás normas modificativas, concordantes y reglamentarias.

"Liquidación Parcial del Patrimonio Fiduciario" es la enajenación de determinados Predios Productivos resuelta por una Asamblea de Titulares por Mayoría Especial al resolverse la prórroga del Fideicomiso –ya sea su plazo original o cualquiera de sus extensiones-, según lo establecido en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso.

"Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario" es la liquidación de todos los bienes y derechos que conforman el Patrimonio Fiduciario que procede en caso de terminación del Fideicomiso (con excepción de la Cuenta Reserva), conforme lo dispuesto en la cláusula Décimo Noveno del Contrato de Fideicomiso.

"Mayoría Absoluta" es el voto conforme de Titulares con derecho a voto, cuyos Certificados de Participación representen un valor nominal superior al 50% (cincuenta por ciento) del valor nominal total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha que se trate.

"Mayoría Especial" es el voto conforme de Titulares con derecho a voto, cuyos Certificados de Participación representen un valor nominal superior a 75% (setenta y cinco por ciento) del valor nominal total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha que se trate.

"Monto de la Emisión" es el monto total a emitirse bajo los Certificados de Participación en función de las suscripciones recibidas y aceptadas.

"Organizadores" son Bearing Agro S.A., Auren Uruguay y Bragard & Durán Abogados.

"Pago Mínimo" es el monto mínimo que el Aparcero deberá abonar en carácter de Retribución de los Contratos de Aparcería con relación a la producción agrícola y pecuaria, y que se calcula en la forma prevista en la cláusula 8.2 y 8.4 del presente.

"Pagos Periódicos" son los pagos a realizarse a los titulares de los Certificados de Participación conforme lo establecido en la cláusula 9.1 numeral (i) del Contrato de Fideicomiso.

"Pagos por Liquidación Parcial" son los pagos a realizarse a los titulares de los Certificados de Participación en virtud de la Liquidación Parcial, conforme a lo establecido en la cláusula 9.1 numeral (ii) del Contrato de Fideicomiso.

"Pagos por Liquidación Total" son los pagos a realizarse a los titulares de los Certificados de Participación en virtud de la Liquidación Total del Fideicomiso, conforme a lo establecido en la cláusula 9.1 numeral (iii) del presente Contrato.

"Patrimonio Fiduciario" son los bienes y/o derechos, presentes y futuros que formen parte del patrimonio del Fideicomiso, conforme lo establecido en la cláusula Tercero del Contrato de Fideicomiso.

"Personas Vinculadas" son aquellas personas en las cuales el Fiduciario, el Agente -y Agente Sustituto-, el Aparcero -y Aparcero(s) Sustituto(s)- y/o sus accionistas controlantes -es decir, accionistas con un porcentaje de participación superior al 50%-, directores, administradores, representantes, miembros del órgano de fiscalización y miembros del cuerpo gerencial superior tengan una participación directa o indirecta igual o mayor al 20%. Asimismo, comprende a toda persona física que actúe para el Fiduciario, Agente -y Agente Sustituto- o Aparcero y -Aparcero(s) Sustituto(s)- el en cualquiera de las siguientes calidades: (i) como directores, directivos, representantes, síndicos, fiscales o socios/accionistas; (ii) ocupen cargos de gerentes o administradores superiores; (iii) como asesores internos de la dirección, sea ocupando cargos o manteniendo una relación permanente. Asimismo comprende, cualquier persona física que mantengan con cualquier persona física comprendida en los numerales (i) a (iii) un vínculo familiar hasta el tercer grado de consanguinidad y segundo de afinidad, o bien sean cónyuges y/o concubino de cualquiera de las personas comprendidas en los referidos numerales.

"Plan de Negocios" es el plan de negocios diseñado por Bearing Agro S.A. para el Fideicomiso, que se incorpora como parte integrante del Prospecto en su Capítulo VII, el cual establece la estrategia comercial del Fideicomiso y que el Fiduciario, Agente y Aparcero deberán cumplir en lo pertinente a efectos de cumplir con los fines del Fideicomiso.

"Precio de Compraventa" será el precio total que se establezca en la promesa y/o escritura definitiva de compraventa del respectivo Predio Productivo de que se trate y no comprenderá los tributos, montepíos, gastos de registros y/u otros gastos y cargos vinculados al negocio de adquisición/enajenación de los Predios Productivos.

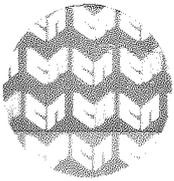
"Precio Neto de Venta de Grano" es el precio a que el Aparcero comercializa el respectivo grano deducidos: i) las Retenciones No Recuperables; y ii) los costos incurridos para la comercialización de tales granos.

"Precio Neto de Venta de los Predios Productivos" son los importes obtenidos en virtud de la enajenación de los Predios Productivos deducidos todos los tributos y/o gastos aplicables a dicha enajenación y la eventual remuneración del Agente en ocasión de la enajenación conforme a lo establecido en la cláusula 6.3 del presente Contrato.

"Precio Promedio Ponderado" refiere al precio promedio ponderado de las ventas de granos que se calcula en la forma indicada en la cláusula 8.2 del presente Contrato.

"Predios Productivos" es el o los bienes inmuebles rurales seleccionados por el Agente e incorporados al Patrimonio Fiduciario, que deberán reunir las condiciones establecidas en el Plan de Negocios, y en particular, las previstas en la cláusula 7.1 del Contrato de Fideicomiso.

"Presupuesto Anual" es el presupuesto anual estimativo de los Gastos del Fideicomiso que serán devengados en cada ejercicio del Fideicomiso, a partir del tercer cierre de ejercicio.



Ff N° 809768



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

"Presupuesto de la Inversión en Riego" es el presupuesto inicial formulado por el Agente con relación a inmueble(s) rural(es) cuya adquisición será propuesta al Comité de Vigilancia, en el que se estiman los gastos que requerirá la ejecución de la Inversión en Riego en un determinado Predio Productivo.

"Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras" es el presupuesto inicial formulado por el Agente con relación a inmueble(s) rural(es) cuya adquisición será propuesta al Comité de Vigilancia, en el que se estiman los costos y plazos estimados de reparaciones y/o mejoras que requiera el inmueble rural para su puesta a punto para el desarrollo de la actividad productiva y para la implementación y funcionamiento de los Sistemas de Riegos (como ser, construcción de represas, obras hidráulicas, terraformado, etc.).

"Presupuesto Inicial" es el presupuesto inicial estimativo de los Gastos del Fideicomiso que serán devengados en los dos primeros ejercicios del Fideicomiso, excluyendo los gastos por la adquisición de los Predios Productivos y la ejecución de las Inversiones en Riego.

"Presupuestos de Gastos" son conjuntamente el Presupuesto Anual, el Presupuesto de la Inversión en Riego, el Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras, y el Presupuesto Inicial

"Primera Integración" es la primera integración de Certificados de Participación que debe realizarse bajo el cronograma de integración previsto en el supuesto de Integración Diferida.

"Producción Bruta" es el total de los bienes obtenidos o ingresos que deriven directa o indirectamente de la explotación agrícola de los Predios Productivos, incluyendo también el total de la producción pecuaria, en el eventual caso que el Aparcero resuelva desarrollar dicha actividad en las áreas que no son susceptibles de explotación agrícola; los ingresos que el Aparcero efectivamente perciba, en el eventual caso que suscriba contratos de pastoreo con operadores ganaderos u otras figuras similares; así como los ingresos en virtud de cualquier otro contrato o actividad que realice el Aparcero con relación a los Predios Productivos y/o sus mejoras con el objeto de generar ingresos, como ser, a título de ejemplo, el otorgamiento de subcontratos de riego; sin deducir los costos, tributos y/o gastos asociados a su obtención incurridos por el Aparcero, con excepción de los siguientes: i) las deducciones derivadas de las Retenciones No Recuperables; y ii) de los costos incurridos para la comercialización de tales bienes (que incluyen a título de ejemplo, flete, silos, secada, acondicionamiento de granos, entre otros). También incluye los importes que el Aparcero deba abonar en caso de adquirir para sí producción obtenida como consecuencia de la explotación agrícola con el objeto de producir semilla a ser empleada en futuras campañas agrícolas, de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.4 del presente Contrato y en general, cualquier bien o ingreso derivado de la explotación de los mismos.

"Prospecto" es el prospecto informativo que el Fiduciario emitirá a los efectos de la emisión de los Certificados de Participación a favor de los Titulares, en base a la información recibida de Bearing Agro S.A..

"Protocolo de Fiscalización", es el protocolo de tareas de fiscalización y auditorías técnicas a realizarse por el Comité de Vigilancia, previsto en la cláusula 18.2.

"Protocolo de Selección de Campos" es el proceso elaborado por Bearing Agro S.A. que describe las etapas a cumplirse para la selección de los Predios Productivos.

"Registro" es un registro llevado por la Entidad Registrante en el que se asientan los nombres y

otros datos identificatorios de los titulares de los Certificados de Participación, así como las transferencias y otros negocios jurídicos relativos a los mismos, de conformidad con la Ley de Mercado de Valores.

"Reserva Contingente" son las sumas equivalentes a las que los Asesores del Fideicomiso recomienden provisionar, en cualquier momento, a fin de atender eventuales contingencias fiscales o de cualquier otra naturaleza que correspondan ser afrontadas por el Patrimonio Fiduciario, incluyendo eventuales indemnizaciones que deban abonarse al Fiduciario o al Agente o Aparcero -o en su caso, al Agente/Aparcero Sustituto(s)-, y/o cualquier Persona Indemnizable conforme a lo previsto en la cláusula 15.4 del Contrato de Fideicomiso.

"Reserva Fija" es la reserva preceptiva que debe constituirse en ocasión de la Liquidación Total del Fideicomiso, conforme lo establecido en la cláusula 19.2 del Contrato de Fideicomiso.

"Retenciones No Recuperables" son las retenciones presentes y futuras que se efectúan en ocasión de la enajenación de los bienes que componen la Producción Bruta y que no se pueden recuperar; siendo al día de hoy tales retenciones las tasas adicionales del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarias establecidas en los arts. 8 y 9, Título 9, Texto Ordenado 1996 cuyo producido se destina al financiamiento del MEVIR e Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria respectivamente.

"Retribución de los Contratos de Aparcería" es el derecho del Fiduciario, a recibir el 23% de la Producción Bruta, respecto de la cual el Aparcero tendrá a su cargo realizar las gestiones de comercialización, por cuenta y orden del Fiduciario. Dicho coeficiente se aplicará a todos los ingresos y deducciones alcanzados por la mencionada definición, de manera que tales ingresos y deducciones sean distribuidos entre el Fiduciario y el Aparcero (o Aparcero Sustituto) conforme a la proporción referida.

"Segunda Integración" es la segunda integración de Certificados de Participación que debe realizarse bajo el cronograma de integración previsto en el supuesto de Integración Diferida.

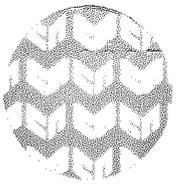
"Sistema de Riego" es el(los) sistema(s) de riego a ser instalado(s) en los Predios Productivos con cargo a los fondos del Patrimonio Fiduciario, y que consiste en un conjunto de elementos conformados por caños, bombas de agua, cables, transformadores, válvulas, automatismos y pivotes centrales o lineales; que trabajando integradamente riegan en forma mecanizada un área determinada de campo.

"Tasador" es la(s) persona(s) física(s) o jurídica(s) que será(n) propuesta(s) por el Agente y/o los Titulares y aprobada(s) por el Comité de Vigilancia conforme al procedimiento que se establece en la cláusula Vigésimo del Contrato de Fideicomiso, para realizar las tasaciones que se requieran conforme al Contrato de Fideicomiso.

"Titulares" es (son) los titulares de los Certificados de Participación, tal como resultan del Registro, y cada uno de ellos, un "Titular".

"Última Integración" es la última integración de Certificados de Participación que debe realizarse bajo el cronograma de integración previsto en el supuesto de Integración Diferida.

SEGUNDO: Constitución y objeto del Fideicomiso.-



Ff N° 809769



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

2.1 Constitución. En virtud del presente Contrato, Bearing Agro S.A. en su calidad de Fideicomitente y el Fiduciario constituyen un fideicomiso financiero de oferta pública que denominan "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas", de conformidad con lo dispuesto en la Ley de Fideicomisos, el cual constituye un patrimonio independiente y separado de aquellos de Bearing Agro S.A. así como los demás Fideicomitentes, del Fiduciario y de los Beneficiarios del Fideicomiso y que será administrado en beneficio de los Beneficiarios.

2.2 Objeto del Fideicomiso. El objeto del Fideicomiso será la emisión de Certificados de Participación escriturales de oferta pública por hasta un monto de USD 50.000.000 (dólares estadounidenses cincuenta millones) a los efectos de obtener los recursos dinerarios necesarios para ejecutar el Plan de Negocios. Los fondos obtenidos como consecuencia de la colocación de los Certificados de Participación —neto de las deducciones establecidas como Gastos Iniciales en la cláusula 5.6 y los Gastos del Fideicomiso que se estimen para los dos primeros ejercicios del Fideicomiso, conforme a lo dispuesto en la cláusula 5.6- serán destinados a la adquisición de Predios Productivos en los plazos y la forma indicada en la cláusula Séptimo del presente y a la financiación de la ejecución de las Inversiones en Riego en los Predios Productivos.

El Fideicomiso no realizará la explotación de los Predios Productivos sino que procurará generar una renta celebrando Contratos de Aparcería con el Aparcerero. En tal sentido, simultáneamente con la suscripción de los compromisos de compraventa de los Predios Productivos o con la suscripción de la compraventa definitiva de los Predios Productivos, se celebrarán el o los Contratos de Aparcería con el Aparcerero, de acuerdo al modelo de Contrato de Aparcería que se adjunta como Anexo II del Prospecto, concediéndose el uso y goce de los Predios Productivos para su explotación, a costo exclusivo del Aparcerero.

La participación económica del Fideicomiso en los Contratos de Aparcería será equivalente al 23% de la Producción Bruta, pagadera conforme a lo establecido en la cláusula 8.2 del presente.

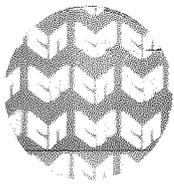
2.3 Inversión en los Sistemas de Riego. En los Predios Productivos se ejecutará la Inversión en Riego a costo del Patrimonio Fiduciario, a fin de dotar a los mismos de los Sistemas de Riego, cuyas especificaciones se describen en el Capítulo VII del Prospecto, lo cual se realizará de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.9 del presente y en el Plan de Negocios.

2.4 Plan de Negocios. El Plan de Negocios establece el marco y los supuestos dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su objeto. De ningún modo podrá interpretarse que los términos y condiciones del Plan de Negocios suponen un compromiso o promesa que la estrategia allí prevista será exitosa en su resultado. Los supuestos considerados en el Plan de Negocios fueron construidos en base a la información disponible y circunstancias existentes a la fecha en que Bearing Agro S.A. lo ha preparado. Dichos supuestos pueden verse modificados en el futuro por factores imprevisibles y fuera del control de Bearing Agro S.A., del Agente (o el Agente Sustituto en su caso) y/o del Fiduciario (a título de ejemplo, modificaciones en el precio de la tierra, condiciones generales políticas, económicas, sociales, y de negocios en Uruguay, fluctuaciones en el mercado, en la inflación y en los tipos de cambio, incluyendo una devaluación del peso uruguayo) y que pueden afectar los resultados expresados o implícitos en el Plan de Negocios. La adquisición de los Certificados de Participación implicará la aceptación por parte de los Titulares de que las inversiones realizadas están sujetas a las variaciones de tales supuestos y que ni Bearing Agro S.A. en su calidad de Fideicomitente, ni el Agente, ni el Fiduciario ni los Organizadores serán responsables por las mismas.

2.5 Beneficiarios. Los beneficiarios del Fideicomiso serán los Titulares.

TERCERO: Patrimonio Fiduciario.-

- 3.1 El Patrimonio Fiduciario estará constituido por los siguientes bienes y derechos:
- i) los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación;
 - ii) los Predios Productivos adquiridos y todas las mejoras existentes en los mismos o las que se incorporen en el futuro (incluyendo los Sistemas de Riego);
 - iii) los derechos y acciones derivados de la documentación contractual suscripta en el proceso de adquisición y enajenación de los Predios Productivos, cualquiera sea la modalidad contractual empleada (boletos de reserva, promesa de compraventa, compraventa definitiva);
 - iv) los importes obtenidos como consecuencia de la enajenación de los Predios Productivos;
 - v) la Retribución de los Contratos de Aparcería;
 - viii) los derechos y acciones derivados de todos los contratos que el Fiduciario suscriba por el Fideicomiso, sin que implique limitación los siguientes: Contrato de Agente de Pago, Contrato(s) de Aparcería, Contrato de Entidad Registrante, Contrato de Entidad Representante y Contrato(s) de Prenda de Granos y la(s) Garantía(s) de Integración;
 - ix) las Inversiones Permitidas y los frutos derivados de las mismas;
 - x) las indemnizaciones a las que eventualmente tenga derecho el Patrimonio Fiduciario derivadas de relaciones contractuales o por daño extracontractual;
 - xi) los fondos existentes en las Cuentas Fiduciarias, sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso;
 - xii) los derechos de cobro de las pólizas de seguro cedidos y endosados a favor del Fiduciario por el Fideicomiso, por el porcentaje del 23% conforme a lo previsto en la cláusula 8.6 del Contrato de Fideicomiso;
 - xiii) cualquier otro bien o derecho derivado de los bienes y derechos referidos precedentemente.
- 3.2 El Patrimonio Fiduciario será aplicado por el Fiduciario de conformidad con las instrucciones contenidas en el presente Contrato.
- 3.3. El Patrimonio Fiduciario constituirá un patrimonio de afectación separado e independiente de los patrimonios del Fiduciario y de Bearing Agro S.A. así como los demás Fideicomitentes, y constituirá la única y exclusiva garantía y fuente de pago de los Certificados de Participación, los cuales en ningún caso representarán endeudamiento del Fiduciario, ni de Bearing Agro S.A. así como los demás Fideicomitentes.
- 3.4. Se deja expresa constancia que el Fiduciario no asume responsabilidad respecto del



Ff N° 809770



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

monto de la emisión, los resultados, rendimientos o rentabilidad de las inversiones en o con relación a los Predios Productivos, ni de la implementación del Plan de Negocios por parte del Agente y Aparcero -o Aparcero(s) Sustituto(s) en su caso-, ni de la explotación de los Predios Productivos por el Aparcero -o Aparcero(s) Sustituto(s) en su caso-, ni de la comercialización de la Producción Bruta (sea con relación a la elección de las contrapartes crediticias, los precios de comercialización de la Producción Bruta, inversiones indicadas en la cláusula 8.1, etc.), la Inversión en Riego, ni por la desvalorización o devaluación de los bienes que integran el Patrimonio Fiduciario, así como tampoco por los actos de cualquier autoridad competente ni sus consecuencias, el caso fortuito y la fuerza mayor, que afecten o puedan afectar al Patrimonio Fiduciario o el presente Fideicomiso, cuyos riesgos serán asumidos por el Patrimonio Fiduciario.

CUARTO: Plazo del Fideicomiso.-

4.1 El Fideicomiso tendrá un plazo de 15 (quince) años contados desde la Fecha de Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración. Transcurrido dicho plazo, deberá iniciarse el proceso de liquidación del Patrimonio Fiduciario, de conformidad con lo establecido en la cláusula Décimo Noveno del presente.

4.2. Sin perjuicio de lo anterior, el Fideicomiso podrá extinguirse anticipadamente, antes del plazo dispuesto en la cláusula 4.1, en los siguientes supuestos y siempre que ello sea resuelto por una Asamblea de Titulares por Mayoría Especial: i) en caso de denegarse al Fiduciario la autorización para ser titular del derecho de propiedad sobre los Predios Productivos y luego de que la denegatoria hubiera quedado firme, entendiéndose por tal que se haya agotado a su respecto la vía administrativa recursiva y la acción de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo; o ii) como consecuencia de cualquier disposición legal o reglamentaria o resolución de autoridades competentes que se dicten en el futuro que tuviera como efecto la imposibilidad absoluta de la implementación del Plan de Negocios de la forma prevista en el presente Contrato de Fideicomiso, y/o que impidieran al Fiduciario ser titular de inmuebles rurales, por cuenta del Fideicomiso o de derechos reales sobre Predios Productivos (en caso de ser un reglamento o resolución, la misma deberá ser firme, esto es, que a su respecto se haya agotado la vía administrativa recursiva y la acción de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo); o iii) en caso de vacancia del cargo de aparcero conforme a lo previsto en la cláusula 8.12 de este Contrato; o iv) en caso que la Mayoría Especial de Titulares resuelva la extinción del Fideicomiso, en el supuesto de insuficiencia patrimonial, conforme a lo previsto en los artículos 31 y 32 literal g) de la Ley de Fideicomiso y la cláusula 17.4 a) de este Contrato.

4.3 Asimismo, el Fideicomiso podrá prorrogarse por un plazo máximo de tres años, siempre que: i) una Asamblea de Titulares por Mayoría Especial resuelva la prórroga del plazo original del Fideicomiso y; ii) se ofrezca al Aparcero renovar los Contratos de Aparcería—en relación a los Predios Productivos que no se hubiera dispuesto su enajenación según se especifica a continuación— por el mismo plazo de la extensión del Fideicomiso y en los mismos términos y condiciones de los contratos suscriptos. El Aparcero tendrá un plazo de treinta Días Hábiles para pronunciarse respecto a dicho ofrecimiento. Si transcurrido dicho plazo el Aparcero no comunicara al Fiduciario su decisión respecto a este asunto, se entenderá que el Aparcero ha resuelto no renovar los Contratos de Aparcería. De no cumplirse con el ofrecimiento establecido en el numeral (ii) de esta cláusula, la resolución de prórroga del Fideicomiso aprobada por la Asamblea de Titulares será nula.

En caso que el Aparcero no aceptara renovar los Contratos de Aparcería, la explotación de los

Predios Productivos deberá darse en aparcería a terceros seleccionados por una Asamblea de Titulares por Mayoría Especial de Titulares, conforme al procedimiento previsto en la cláusula 8.12 del presente Contrato.

La propuesta de prórroga podrá ser formulada por Titulares que representen al menos el 10% de los Certificados de Participación con una antelación mínima de 180 días a la fecha de finalización del Fideicomiso. La convocatoria deberá estar acompañada de un informe realizado por los promotores de la iniciativa, en el que se argumenten las razones para proponer la prórroga.

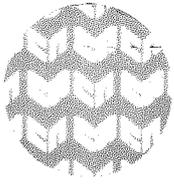
En la Asamblea de Titulares donde se considere la moción de prórroga del Fideicomiso también por Mayoría Especial de Titulares podrá resolverse la Liquidación Parcial del Patrimonio Fiduciario, lo cual implicará la enajenación de determinados Predios Productivos. Fuera de esta instancia, la Asamblea de Titulares no podrá resolver Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario sin contar con el consentimiento del Aparcero. El Agente (o el Agente Sustituto en su caso) asistirá al Fiduciario en dicha enajenación, debiendo cumplir con el procedimiento establecido en la cláusula 19.1 del presente, en lo que fuera aplicable.

4.4 El presente Contrato se resolverá de pleno derecho y sin responsabilidad para las Partes, en los supuestos previstos en la cláusula Vigésimo Cuarto del presente.

QUINTO: Emisión de los Certificados de Participación.-

5.1 A efectos de cumplir con el objeto del Fideicomiso, una vez que se obtenga la autorización del Banco Central del Uruguay y se haya realizado la inscripción del presente Fideicomiso, Prospecto de Emisión y Certificados de Participación en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay, y en la BVM, y finalice el periodo de colocación y mediando instrucción de Bearing Agro S.A., el Fiduciario emitirá los Certificados de Participación suscriptos, de conformidad con la instrucción de Bearing Agro S.A., y los términos y condiciones que se indican a continuación en el Prospecto de Emisión:

Monto máximo de emisión:	Hasta USD 50.000.000
Monto mínimo de emisión:	USD 30.000.000
Moneda:	Dólar transferencia.
Forma:	Los Certificados de Participación serán escriturales.
Derechos:	Los Certificados de Participación otorgan a sus Titulares el derecho a percibir los beneficios establecidos en la cláusula 9.1 de este Contrato.
Inscripción:	Banco Central del Uruguay
Fecha(s) de emisión:	Será(n) la(s) indicada(s) en el Prospecto, de acuerdo a la instrucción escrita de Bearing Agro S.A. al Fiduciario.
Suscripción e integración:	La suscripción e integración de los Certificados de Participación



Ff N° 809771



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

se realizará conforme al mecanismo y en las fechas que se indique en el Prospecto, de acuerdo a la instrucción escrita de Bearing Agro S.A. al Fiduciario y conforme a los lineamientos descriptos en la cláusula 5.2 del presente.

Precio de suscripción: Será el que se determine en el Prospecto, de acuerdo a la instrucción escrita de Bearing Agro S.A. al Fiduciario.

Entidad Representante: BVM

Agente de Pago: Scotiabank Uruguay S.A.

Entidad Registrante: BVM

Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo SRL.

Ley Aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay.

Se deja constancia que el Fiduciario no asume responsabilidad alguna respecto del monto de la emisión, conforme a la instrucción de Bearing Agro S.A..

5.2 La integración de los Certificados de Participación deberá realizarse conforme al cronograma de integración que se establezca en el Prospecto (Integración Diferida).

La Asamblea de Titulares por Mayoría Especial podrá modificar las fechas de integración que se indiquen en el Prospecto, pudiendo únicamente atrasar las mismas en concordancia con los plazos previstos en la cláusula 7.2. del presente. En tal caso, los suscriptores iniciales estarán obligados a integrar los fondos que correspondan en la(s) fecha(s) de integración resuelta(s) por la Asamblea de Titulares.

Asimismo, la suscripción de todo Certificado de Participación estará condicionada a la constitución de una garantía en favor del Fiduciario que deberá consistir en: (i) una prenda de depósito por el monto total de lo suscripto y no integrado, más un 10,00 % por concepto de intereses moratorios que pudieran corresponder y que fueran devengados desde el respectivo incumplimiento y hasta el efectivo pago, así como a los gastos y honorarios que la cobranza pudiere originar; o (ii) una garantía a primera demanda irrevocable emitida por una institución bancaria uruguaya de primera línea por el monto total de los Certificados de Participación suscriptos y no integrados más un 10,00% por concepto de intereses moratorios que pudieran corresponder y que fueran devengados desde el respectivo incumplimiento y hasta el efectivo pago así como a los gastos y honorarios que la cobranza pudiere originar. La garantía deberá mantenerse vigente mientras subsista la obligación de integración de los Certificados de Participación. Se exceptúa a las -Instituciones de Intermediación Financiera, Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, Cajas Paraestatales, Bearing Agro S.A. y entidades aseguradoras debidamente registradas ante el Banco Central del Uruguay de la obligación de constituir la presente garantía.

La mora en la integración de los Certificados de Participación comprometida para cada una de las fechas de integración se producirá de forma automática vencidos cualquiera de los plazos previstos para efectuar la integración.

En caso de configurarse la mora, el Fiduciario no emitirá los Certificados de Participación correspondientes al suscriptor moroso y se devengarán intereses moratorios a una tasa de

interés efectiva anual del 10,00%, los que se calcularán sobre el monto suscrito que corresponda integrar en la respectiva fecha de integración, desde el respectivo incumplimiento.

Producida la mora, el Fiduciario podrá adoptar cualquiera de las siguientes vías de acción que considere más apropiada para los intereses del Fideicomiso, a cuyos efectos evaluará entre otros aspectos, la causa del incumplimiento, la existencia de garantías (pudiendo asimismo variar la misma en cualquier momento y sin expresión de causa):

- i) ejecutar la Garantía de Integración por el monto necesario para afrontar la integración comprometida que estuviera vencida e impaga, más los intereses moratorios que se hayan devengado hasta el efectivo cobro; así como los gastos y honorarios que la cobranza hubiere originado; en cuyo caso deberá emitir los correspondientes Certificados de Participación por la integración efectiva;
- ii) reclamar judicialmente el cumplimiento de la obligación de integrar con más los daños y perjuicios;
- iii) declarar rescindida la suscripción de los Certificados de Participación no integrados de pleno derecho y sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial alguna, perdiendo asimismo el suscriptor moroso el derecho a integrar las suscripciones en mora así como cualquier otra integración a realizar en una fecha de integración futura aun no vencida.

Se deja expresa constancia que la no integración en fecha por parte del suscriptor moroso no tendrá ninguna incidencia, ni afectará a los Certificados de Participación ya emitidos a favor de éste con anterioridad, correspondientes a integraciones ya efectuadas.

Si como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones de integración por parte de uno o más suscriptores morosos el Patrimonio Fiduciario se viera reducido a criterio del Fiduciario de manera tal que el Plan de Negocios pudiera verse sustancialmente afectado, el Fiduciario podrá a su exclusivo criterio poner a consideración de la Asamblea de Titulares la posibilidad de proceder a efectuar una nueva emisión de Certificados de Participación para cubrir los montos que no se hubieran integrado por el/los suscriptores morosos. De la misma forma, Titulares que representen por lo menos 20% del total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación, o bien la Entidad Representante, podrán convocar a Asamblea para tratar este tema.

Se aclara expresamente que las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional que hubieran suscrito Certificados de Participación, no incurrirán en mora (y por tanto no constituirán suscriptores morosos) en caso que la no integración comprometida en virtud de la suscripción por éstas efectuada, obedezca a que los Certificados de Participación perdieron su condición de instrumento pasible de ser adquirido por las Administradores de Fondos de Ahorro Previsional (de conformidad con lo establecido en el literal b) del art. 123 de la Ley N° 16.713 y sus modificativas) por razones no imputables a la propia Administradora de Fondos de Ahorro Previsional.

5.3 Bearing Agro S.A. asume bajo el presente Contrato, la obligación de suscripción en firme y de forma irrevocable de la totalidad de los Certificados de Participación que se ofrezcan en el segundo día del periodo de suscripción, es decir: (i) 8.2% del monto que efectivamente se haya suscrito en el primer día de suscripción, en caso que se hubieren recibido suscripciones inferiores a la suma de USD 46.250.000, o (ii) USD 3.750.000 en caso que en el primer día del período de suscripción se hubieran recibido –conforme a lo

Ff N° 809772

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

establecido en el Prospecto- suscripciones iguales o por encima de USD 46.250.000; y a su integración mediante el sistema de Integración Diferida. En ese marco, Bearing Agro S.A. y el Fiduciario suscriben el Compromiso de Suscripción e Integración de Bearing Agro S.A.

5.4 En la medida que los Certificados de Participación serán escriturales, el Fiduciario suscribirá a los efectos de su emisión, el (los) Documentos de Emisión que se adjuntan como Anexos IV del Prospecto. La Entidad Registrante será la institución encargada de llevar el Registro de los Certificados de Participación, conforme a los términos establecidos en el Contrato de Entidad Registrante y de conformidad con la Ley de Mercado de Valores.

5.5 La adquisición de los Certificados de Participación implicará la aceptación y ratificación de todos los términos previstos en el presente Contrato, el o los Contratos de Aparcería a suscribirse, el Contrato de Entidad Representante, el Contrato de Agente de Pago, el Contrato de Entidad Representante, el o los Contratos de Prenda de Granos a suscribirse, el Prospecto, el Plan de Negocios, y el (los) Documento(s) de Emisión.

5.6 De los importes recibidos por la colocación de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, se deducirán por parte del Fiduciario, las sumas necesarias a fin de abonar los siguientes gastos y honorarios que son de cargo del Fideicomiso (en la medida que no hayan sido abonados por Bearing Agro S.A.), o de rembolsar a Bearing Agro S.A. las sumas que éste hubiera adelantado por alguno de los siguientes conceptos, en el siguiente orden de prioridad:

- i) los honorarios notariales (40 Unidades Reajustables de acuerdo al valor de la Unidad Reajutable vigente en el correspondiente semestre) montepíos notariales (15,5% de 1.500 Unidades Reajustables de acuerdo al valor de la Unidad Reajutable vigente en el correspondiente semestre) y tasas registrales por la constitución del Fideicomiso, así como los honorarios notariales, montepíos y tasas registrales de eventuales modificaciones al mismo;
- ii) El honorario del Fiduciario serán USD 39.400 + IVA al año, más una tasa efectiva anual del 6% sobre el monto de la garantía depositada en el BCU expresada en Unidades Indexadas a la cotización de la fecha de constitución de la misma, más una tasa efectiva anual del 0,03% anual sobre el monto de la Emisión, el que se facturará en Dólares Americanos;
- iii) la remuneración de la Calificadora de Riesgos, por la calificación inicial de la emisión, que asciende a la suma de USD 18.000 más IVA más los gastos por el informe de contingencias jurídicas asociado a la calificación, cuyo costo oscila entre USD 3.000 y USD 5.000 más IVA;
- iv) la remuneración de la BVM en su calidad de Entidad Representante, Entidad Registrante y por los gastos de cotización de los Certificados de Participación, por el primer año de vigencia del Fideicomiso, que equivalen a USD 10.000 más IVA;
- v) la remuneración del Scotiabank Uruguay S.A. en su rol de Agente de Pago por el primer año de vigencia del Fideicomiso, que equivale a USD 10.000 más IVA;
- vi) la remuneración de los Organizadores que equivale en total a USD 125.000 más IVA;
- vii) la remuneración del asesor legal de la emisión, Bragard & Durán Abogados, que equivale a la suma de USD 48.000 más IVA;

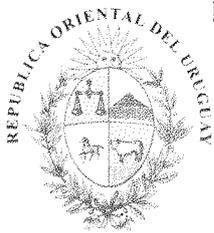
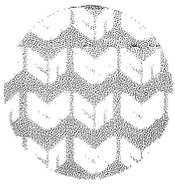
Cancelados los Gastos Iniciales referidos, en segundo término el Fiduciario retendrá las sumas necesarias a los efectos de cubrir los Gastos de Fideicomiso presupuestados en el Presupuesto Inicial. Tales importes serán transferidos a la Cuenta de Gastos una vez aprobado dicho presupuesto por el Comité de Vigilancia. El remanente permanecerá en la Cuenta Recaudadora

para cumplir con los objetivos aquí previstos.

SEXO: El Agente.-

6.1 Obligaciones del Agente. Bearing Agro S.A. actuará como Agente y en ese marco asume las obligaciones que se indican a continuación, con relación a la adquisición y venta de los Predios Productivos:

- i) Identificación, selección, recomendación y negociación de los inmuebles rurales o derechos sobre los mismos que cumplan con el Protocolo de Selección de Campos, con las especificaciones requeridas en la cláusula 7.1 del presente y el Plan de Negocios, para su adquisición por el Fiduciario en representación del Fideicomiso. Comprende el asesoramiento en todo lo relativo a la aptitud irrigatoria de los Predios Productivos propuestos para adquirir así como el diseño de los Sistemas de Riego y el presupuesto de la Inversión en Riego, incluyendo la selección de la empresa que llevará adelante la instalación, en la determinación de los costos asociados a la instalación de los Sistemas de Riego y demás aspectos que surgen del Protocolo de Selección de Campos, del Plan de Negocios; a cuyos efectos podrá asesorarse con los profesionales que estime convenientes (por su cuenta y cargo), incluso aun cuando resulten Personas Vinculadas.
- ii) Asistencia al Fiduciario en la realización de todos los actos necesarios para la adquisición de los Predios Productivos seleccionados o de derechos sobre los mismos conforme lo establecido en la cláusula 7.3 del presente.
- iii) Asesorar al Fiduciario en la determinación de las autorizaciones, permisos o habilitaciones que la normativa vigente exija al propietario de los Predios Productivos, y colaborar con el Fiduciario prestando asistencia al Asesor Legal y/o a los profesionales que el Fiduciario designe, en todo lo que éstos requieran para realizar las actividades necesarias a fin de obtener y/o mantener vigentes, todas las autorizaciones, aprobaciones, permisos, u actos de cualquier naturaleza que sean necesarios y requeridos por la normativa vigente o las autoridades competentes, así como aquellas que se exijan en el futuro con relación al Fiduciario, para ser titular del derecho de propiedad de los Predios Productivos o para la implementación del Plan de Negocios en general que la normativa vigente exija respecto del propietario de los Predios Productivos.
- iv) Preparación y entrega al Fiduciario y al Comité de Vigilancia de los informes establecidos en la cláusula 6.4 del presente.
- v) Entrega al Fiduciario y/o al Comité de Vigilancia, de toda la información que le sea requerida en relación al desempeño de sus funciones.
- vi) Informar de manera inmediata al Fiduciario y el Comité de Vigilancia, cualquier hecho, circunstancia, o acto del que tuviera conocimiento que pudiera afectar adversamente la implementación del Plan de Negocios y/o el Patrimonio Fiduciario.
- vii) Elaborar los Presupuestos de Gastos –en conjunto con el Fiduciario cuando así corresponda-.
- viii) Eventualmente, asistencia al Fiduciario en el proceso de enajenación de los Predios



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

Productivos al momento de liquidarse total o parcialmente el Fideicomiso, conforme al procedimiento establecido en la cláusula 19.1 del presente.

6.2 Responsabilidad de las actividades desarrolladas por el Agente. Las Partes declaran de conformidad que el Fiduciario no tendrá ninguna responsabilidad por las tareas que en virtud del presente Contrato deberá desarrollar el Agente. Cada Titular, por la sola adquisición de los Certificados de Participación, presta su consentimiento para que el Agente (o el Agente Sustituto que eventualmente lo suceda en dicha función de conformidad con lo establecido en el presente Contrato de Fideicomiso) se desempeñe en tal carácter. A los fines del presente, el Agente y las personas por él contratadas para el cumplimiento de sus funciones, de ningún modo tendrán relación de subordinación alguna respecto del Fiduciario, debiendo el Agente cumplir con todas las obligaciones y ejercer todos los derechos establecidos por la sola virtualidad de este Contrato. Siendo que no es función del Fiduciario la gestión de los negocios inmobiliarios que se llevará adelante a través del Fideicomiso en todos los aspectos contemplados en el Protocolo de Selección de Campos y en el Plan de Negocios a los efectos de la selección, adquisición y enajenación de los Predios Productivos, el mismo no asume responsabilidad alguna en tal sentido.

Se deja constancia en forma expresa de que con relación a la contratación del Agente, el Fiduciario no tendrá ninguna responsabilidad por las tareas llevadas a cabo por cualquier persona física o jurídica que ostente dicha calidad, y que la contratación del mismo no constituye tercerización o subcontratación por parte del Fiduciario a ningún efecto legal o reglamentario.

6.3 Retribución del Agente. El Agente (o el Agente Sustituto, en su caso) percibirá únicamente una retribución por el cumplimiento de todas las actividades descriptas en la cláusula 6.1 del presente, que estará asociada y se devengará únicamente al momento de la adquisición de los Predios Productivos en la que efectivamente participe.

En ocasión de cada adquisición de Predio Productivo (ya sea con la ejecución de promesas o directamente mediante una compraventa definitiva), la retribución a ser abonada al Agente, o a quien éste designe (o al Agente Sustituto, en su caso) será equivalente al importe que resulte de la suma de los siguientes conceptos: i) USD 200.000 más IVA, por concepto de honorarios por la identificación y selección de los Predios Productivos de conformidad con el Protocolo de Selección de Campos, incluyendo el asesoramiento necesario a fin de determinar el cumplimiento de las especificaciones requeridas en la cláusula 7.1 del presente y el Plan de Negocios; ii) hasta 0.50% más IVA, calculado sobre el Precio de Compraventa del correspondiente Predio Productivo, por concepto de costos incurridos en el análisis de la aptitud de riego de los Predios Productivos, en cuyo caso, el Agente entregará al Fiduciario copia de la factura que acredita el correspondiente costo.

No se incluye dentro de la retribución del Agente (o del Agente Sustituto) los impuestos aplicables a la operación de adquisición de los Predios Productivos (a título de ejemplo, el Impuesto a las Trasmisiones Patrimoniales) que deban ser soportados por el adquirente del Predio Productivo bajo las normas tributarias vigentes al momento de realizarse la adquisición, los cuales serán de cargo del Fideicomiso y por ende Gastos del Fideicomiso.

En ocasión de la enajenación de Predios Productivos —ya sea en los supuestos de Liquidación Parcial o Liquidación Total—, la Asamblea de Titulares y el Agente podrán acordar la participación de este último para la asistencia al Fiduciario en dicho proceso de venta. A tales efectos, el Agente deberá someter para la aprobación de la Asamblea de Titulares, el correspondiente presupuesto de honorarios y gastos. De no acordarse con el Agente, la

Asamblea de Titulares deberá aprobar la designación de un tercero idóneo para ese fin, así como sus honorarios. La Asamblea de Titulares podrá delegar en el Comité de Vigilancia la resolución de estas cuestiones.

6.4 Información al Fiduciario. El Agente deberá remitir al Fiduciario y al Comité de Vigilancia la siguiente información, sin perjuicio de la demás información que se le imponga presentar bajo el presente Contrato:

- i) En forma trimestral, dentro de los primeros diez Días Hábiles del mes siguiente al cierre del correspondiente trimestre calendario y hasta que se complete la inversión en Predios Productivos, información respecto a los avances en el proceso de identificación, selección, recomendación de los Predios Productivos a ser adquiridos; incluyendo en particular el informe previsto en la cláusula 7.3 del presente.
- ii) Emitir los informes que correspondan cada vez que se reciban ofertas de compra, con el detalle de las condiciones de la transacción, el precio, las garantías y demás términos de la contratación y en el que se expondrá los fundamentos por los cuales el Agente recomienda dicha enajenación, en los supuestos de Liquidación Parcial o Total del Fideicomiso.

Todos los informes referidos serán enviados por el Fiduciario a los Titulares a la dirección de correo electrónico que indiquen al Fiduciario, quedando a su disposición el correspondiente original en las oficinas del Fiduciario.

6.5 Remoción del Agente. La Asamblea de Titulares por Mayoría Especial podrá resolver la remoción del Agente, exclusivamente por justa causa, que se entenderá configurada en los siguientes supuestos: i) incumplimiento grave por parte del Agente de sus obligaciones como Agente en virtud de lo establecido en el presente Contrato y dicho incumplimiento no sea remediado dentro del plazo de sesenta Días Hábiles desde la intimación del Fiduciario o cualquiera de los Titulares para su subsanación. Las notificaciones que deberán realizarse en el marco de esta cláusula deberán expresar en qué consiste el incumplimiento, explicando suficientemente y debiendo en todo caso incluir prueba en la que se funde los supuestos actos u omisiones del Agente que en opinión del Fiduciario o cualquiera de los Titulares constituyen dicho incumplimiento grave; ii) si la ley aplicable lo admitiera, en el caso de disolución o concurso del Agente; iii) en los supuestos previstos en la cláusula 8.11 del presente Contrato.

6.6 Renuncia del Agente. El Agente podrá renunciar a su calidad de tal sin responsabilidad únicamente por justa causa, que se entenderá configurada en los siguientes supuestos: i) en caso de incumplimiento grave del Fiduciario de sus obligaciones como Fiduciario que afectaren el regular funcionamiento del Fideicomiso y/o la implementación del Plan de Negocios y dicho incumplimiento no fuera remediado dentro del plazo de treinta Días Hábiles desde la intimación al Fiduciario para su subsanación; y si dentro del plazo de sesenta Días Hábiles desde la intimación al Fiduciario, la Asamblea de Titulares no adoptara medidas para subsanar dicho incumplimiento; ii) en caso de configurarse la rescisión de los Contratos de Aparcería, de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.11 del presente Contrato. Previo a ejercer esta facultad, el Agente deberá otorgar un preaviso de treinta Días Hábiles.

La renuncia del Agente en los términos antes mencionados no dará derecho al Fiduciario ni a los Titulares a reclamar la devolución de suma alguna pagada como retribución por sus servicios, ni dará derecho al cobro de indemnización alguna.

6.7 Designación del Agente Sustituto. En cualquier caso de remoción, renuncia o cualquier

Ff N° 809774

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

otro supuesto de vacancia en el cargo del agente, deberá procederse a la designación de un Agente Sustituto. A tales efectos, el Fiduciario convocará a una Asamblea de Titulares dentro del plazo de treinta Días Hábiles siguientes a la fecha en que haya tomado conocimiento de la existencia de una causal de vacancia, a efectos de que la Asamblea de Titulares por Mayoría Especial designe al Agente Sustituto. La Asamblea de Titulares deberá resolver el procedimiento a seguir en caso que: i) no se encontraran interesados para desempeñar el rol de Agente Sustituto; o ii) la Asamblea de Titulares no haya aprobado a ningún Agente Sustituto o el agente designado no aceptare el cargo.

Una vez designado el Agente Sustituto por la Asamblea de Titulares por Mayoría Especial, el Fiduciario procederá a recabar la aceptación de dicho cargo por el Agente Sustituto en el plazo de quince Días Hábiles desde la celebración de la Asamblea de Titulares en la que se resolvió el nombramiento.

El Fiduciario no será responsable en caso que la Asamblea de Titulares no designe al Agente Sustituto, no se encontrasen interesados para desempeñar el rol, o el agente designado no aceptare el cargo. En ningún caso será responsabilidad del Fiduciario continuar personalmente con las tareas propias del Agente.

Todos los gastos relacionados con la remoción del Agente y/o el nombramiento del Agente Sustituto serán de cargo del Fideicomiso siempre que no sea a causa del incumplimiento de las obligaciones del Agente, conforme a lo previsto en la cláusula 6.5 (i), en cuyo caso los gastos referidos serán de cargo exclusivo del Agente.

6.8 Responsabilidad del Agente. El Agente sólo será responsable por los daños y perjuicios que fueran consecuencia directa de su actuación dolosa o cuando haya incurrido en culpa grave en el cumplimiento de sus deberes y funciones como Agente, la cual deberá ser declarada por una sentencia judicial firme dictada por órgano jurisdiccional competente, o laudo arbitral firme dictado por un tribunal competente. El Agente deberá mantener indemne al Fiduciario, sus directores, funcionarios, empleados, agentes y mandatarios y/o al Patrimonio Fiduciario por los reclamos laborales o de seguridad social por servicios subcontratados por el Agente en el marco de sus obligaciones, o de sus propios empleados.

6.9 Indemnidad del Agente. El Agente —o el Agente Sustituto— y sus directores, funcionarios, empleados, agentes y mandatarios serán mantenidos indemnes con cargo al Patrimonio Fiduciario exclusiva y excluyentemente de cualquier pérdida, costo y/o gasto que directa o indirectamente resulten para los mismos (incluyendo pero no limitado a intereses, multas, honorarios y gastos razonables de asesoramiento legal) en caso que se presente alguna reclamación, procedimiento o demanda en contra de los mismos como consecuencia, con motivo o en ocasión del desarrollo por parte de dichos sujetos de sus derechos, tareas y funciones previstas en el presente excepto los que sean consecuencia de su dolo o culpa grave, calificados como tales por una sentencia judicial firme dictada por órgano jurisdiccional competente o laudo arbitral firme dictado por un tribunal competente. Esta obligación de indemnizar permanecerá vigente incluso luego de la renuncia o remoción del Agente, y hasta que las eventuales contingencias que dieran lugar a reclamar dicha indemnización hayan prescrito conforme a la ley uruguaya. El Agente notificará al Fiduciario y los Titulares, en forma inmediata, respecto de cualquier responsabilidad, daño y/o reclamo que pudiera verificarse en el marco de lo anterior, debiendo entregar toda la evidencia en su poder que diera fundamento a tal reclamo. La obligación de indemnidad no será aplicable para los reclamos laborales o de seguridad social por servicios subcontratados por el Agente en el marco de sus obligaciones, o de sus propios empleados.

SÉPTIMO: Inversión en Predios Productivos.-

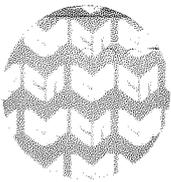
7.1 Características de los Predios Productivos. El Fiduciario destinará aproximadamente el 85% del remanente de los fondos obtenidos en virtud de la colocación de los Certificados de Participación, una vez deducidos los Gastos Iniciales y las sumas correspondientes al Presupuesto Inicial, a la adquisición y puesta a punto de inmuebles rurales que cumplan las siguientes condiciones, en forma acumulativa:

- i) estar ubicados en la República Oriental del Uruguay;
- ii) haber sido seleccionados por el Agente y contar con la conformidad previa del Comité de Vigilancia;
- iii) tener aptitud agrícola y aptitud para riego conforme lo establecido en el Plan de Negocios, a cuyos efectos se deberá evaluar el potencial productivo del inmueble rural de acuerdo al procedimiento establecido en el Protocolo de Selección de Campos;
- iv) no ser inmuebles rurales propiedad del Bearing Agro S.A., Agente, Aparcerero, ni de alguna de sus Personas Vinculadas, excepto en este último caso cuando por sus características sea beneficioso para el Fideicomiso su adquisición; en cuyo caso el Comité de Vigilancia podrá autorizar la referida adquisición, lo cual deberá declararse bajo juramento.

Las condiciones señaladas en los puntos iii) se considerará cumplida por el solo hecho de que los inmuebles rurales correspondientes hayan sido seleccionados por el Agente y cuenten con la conformidad previa del Comité de Vigilancia (punto (ii) de la presente cláusula 7.1)

7.2 Plazo para la inversión en Predios Productivos. El Agente empleará sus mejores esfuerzos para identificar e informar al Fiduciario y al Comité de Vigilancia (en las condiciones previstas en la cláusula 7.3) dentro del plazo de nueve meses desde la Fecha de la Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, Predios Productivos que cumplan con las condiciones referidas en la cláusula 7.1 y sean susceptibles de adquisición, y que en todo caso deberán representar la inversión de un mínimo del 50% de los fondos estimados para la adquisición y puesta a punto de Predios Productivos conforme lo señalado en la cláusula 7.1 del presente (esto es, 85% del remanente de los fondos obtenidos en virtud de la colocación de los Certificados de Participación una vez efectuadas las deducciones referidas en la cláusula 7.1). El Agente empleará sus mejores esfuerzos para que dentro del plazo de dieciocho meses desde la Fecha de la Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, el 100% de los fondos estimados para la adquisición y puesta a punto de Predios Productivos conforme lo señalado en la cláusula 7.1 del presente –en la medida de lo posible, ya que puede existir un remanente que no sea suficiente para la adquisición de Predios Productivos–, hayan sido invertidos en la adquisición de Predios Productivos, conforme al procedimiento establecido en la cláusula 7.3. del presente.

Sin perjuicio de lo anterior, se deja expresa constancia que las metas antedichas y sus plazos podrán ser modificados a propuesta del Agente en consideración a las condiciones de mercado de adquisición de los inmuebles rurales, con el objetivo de alcanzar la mejor relación precio/calidad de los inmuebles rurales a adquirir, y obtener el mejor retorno para los Titulares, a cuyos efectos deberá contarse con la opinión favorable, expresa y por escrito del Comité de Vigilancia, no asumiendo el Fiduciario responsabilidad alguna al respecto. En caso que exista una propuesta del Agente a los efectos de modificar las metas antedichas en las condiciones previstas en esta cláusula, y siempre que se hubiera obtenido la conformidad del Comité de Vigilancia en las condiciones previstas, el Fiduciario deberá informar a los Titulares dicha circunstancia, los que podrán vetar la decisión por Mayoría Especial dentro del plazo de quince Días Hábiles desde la notificación referida.



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

Si no se cumplieran con las metas antedichas –ya sea las originales o las que resulten de las modificaciones aprobadas por el Comité de Vigilancia-, el Fiduciario convocará a una Asamblea de Titulares a fin de resolver el curso de acción a seguir.

7.3 Procedimiento de adquisición. Una vez identificados por el Agente uno o más inmuebles rurales que cumplan con las condiciones requeridas en la cláusula 7.1 del presente dentro del plazo previsto en la cláusula 7.2, el Agente informará dicha circunstancia al Fiduciario y al Comité de Vigilancia. A tales efectos, presentará un informe por escrito con el siguiente contenido: i) identificación del inmueble rural, con la mayor cantidad de datos necesarios para identificar su ubicación geográfica, centros poblados cercados, accesibilidad, existencia de suministro de energía eléctrica; ii) su evaluación del cumplimiento de las condiciones referidas en la cláusula 7.1 y aptitud para el cumplimiento del Plan de Negocios, incluyendo sin que implique limitación, el área con aptitud agrícola y aptitud para riego, de las autorizaciones que se requieran para el destino proyectado, así como del impacto fiscal que puede derivar de la adquisición del inmueble –incluyendo al momento de su venta-; iii) el Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras; iv) precio máximo de adquisición propuesto; v) dos tasaciones del inmueble realizada por dos Tasadores; vi) el Presupuesto de la Inversión en Riego y vii) identificación del propietario, incluyendo una declaración jurada de Bearing Agro S.A., Agente y el Aparcero en la que se declare expresamente si se trata o no de Personas Vinculadas a éstos en los términos del presten contrato; y en caso que sea vinculada, fundamentar las características por las que es beneficioso para el Fideicomiso su adquisición.

El Comité de Vigilancia tendrá un plazo de veinte Días Hábiles para analizar el informe presentado por el Agente, en el que deberá comunicarle a éste y al Fiduciario, en forma expresa y por escrito, debidamente fundado, su conformidad u oposición a la adquisición de(l) (los) inmueble(s) propuesto(s) en base a las características y presupuestos de inversión respectivos. Se deja expresa constancia que no podrá constituir causa de oposición a la adquisición, si el promedio de las dos tasaciones presentadas arrojara una diferencia de hasta un 10% inferior al precio de adquisición propuesto. En caso que el Comité de Vigilancia no se pronuncie durante dicho plazo, se considerará que ha existido un rechazo del Comité de Vigilancia al informe presentado por el Agente y por tanto de los inmuebles rurales identificados por el Agente.

Sin perjuicio de la idoneidad técnica del Comité de Vigilancia respecto de la aprobación u oposición de la adquisición de(l) (los) inmueble(s) propuesto(s) y presupuestos de inversión respectivos, el Fiduciario deberá dentro del plazo de veinte Días Hábiles referido, verificar el cumplimiento de los requisitos formales previstos en el presente Contrato, pudiendo formular las observaciones que considerare pertinentes.

Si el Comité de Vigilancia tuviera observaciones en virtud de las cuales se opusiera a la adquisición de(l) (los) inmueble(s) o los presupuestos informado(s) por el Agente y dichas observaciones no pudieran ser subsanadas a criterio exclusivo y fundado del Comité de Vigilancia, el o los inmuebles referidos deberán ser descartados, debiendo el Agente proceder a identificar otro(s), según corresponda. El Comité de Vigilancia podrá acordar con el Agente el procedimiento para subsanar las observaciones que a su juicio obstan a la adquisición de(l) (los) inmueble(s) identificado(s) por el Agente, debiendo en todo caso dar cuenta de ello al Fiduciario.

En caso que el (los) inmueble(s) rural(es) identificado(s) por el Agente sea(n) aceptable(s) para el Comité de Vigilancia conforme al procedimiento descrito anteriormente, y verificados los requisitos formales previstos en el presente Contrato por parte del Fiduciario de conformidad,

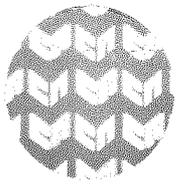
el Agente coordinará con el Fiduciario para que se inicien los trámites para su adquisición. El Fiduciario y Agente deberán colaborar mutuamente en todo lo que se requiera de cada parte en el marco del proceso de adquisición.

Con el asesoramiento del Asesor Legal -excepto no conformidad por escrito y expresa del Fiduciario con relación a los mismos por razón fundada-, el Fiduciario suscribirá un boleto de reserva respecto al Predio Productivo en cuestión por el cual se reserva el derecho a adquirir el mismo, sujeto a que: i) los títulos de propiedad de los inmuebles rurales sean buenos a criterio del escribano actuante, basándose en disposiciones legales vigentes; ii) los inmuebles rurales se encuentren libres de obligaciones, gravámenes y afectaciones de cualquier naturaleza y de ocupantes a cualquier título; iii) estén efectuados los aportes al Banco de Previsión Social y se obtenga el certificado especial del referido ente que habilite a enajenar los correspondientes padrones; iv) los bienes inmuebles no se encuentren designados para su expropiación total o parcial, o afectado por servidumbres; v) el Instituto Nacional de Colonización no ejerza la opción de compra que la ley le confiere respecto de los inmuebles rurales o sobre el 20% del área del mismo, ofrecimiento que deberá efectuarse de acuerdo a la ley, de ser el mismo aplicable; vi) se entregue constancia expedida por el Instituto Nacional de Colonización de que los bienes nunca pertenecieron a dicho organismo, según lo dispuesto por el artículo 70 de la Ley Nº 11.029, en la redacción dada por el artículo 15 de la Ley Nº 18.187; vii) que los bienes inmuebles no tengan afectaciones mineras de ninguna especie (autorizaciones, títulos mineros, concesiones, reservas, servidumbres ni permisos Mineros de ninguna especie), de acuerdo a lo previsto por la normativa vigente (Decreto-Ley Nº 15.242, de 8 de enero de 1982 -Código de Minería-, en la redacción dada por la Ley Nro. 18.813 de 23 de setiembre de 2011 y demás normas concordantes aplicables o que se aprueben en el futuro), ni servidumbres que los títulos mineros impongan sobre predios afectados, ni reservas mineras decretadas por el Poder Ejecutivo; (viii) se obtenga la autorización del Poder Ejecutivo para ser titular del Predio Productivo en cuestión. En caso de que no se cumplan las condiciones exigidas por el boleto de reserva, el mismo se rescindirá sin responsabilidad para el Fiduciario.

Sin perjuicio de lo antedicho, el Fiduciario podrá suscribir boletos de reserva o incluso promesas de compraventa, aun cuando el inmueble correspondiente no presente a la fecha de suscripción del boleto de reserva o de la promesa de compraventa, todas las condiciones referidas precedentemente, siempre que ello no implique la existencia de obstáculos jurídicos o de hecho para la celebración de los Contratos de Aparcería, explotación agrícola de los mismos y normal desarrollo del Plan de Negocios. En este caso la forma de cumplimiento de las condiciones bajo las que se reservó o prometió adquirir el Predio Productivo deberá quedar expresamente prevista y cumplida al momento de otorgarse el compromiso de compraventa o la escritura de compraventa definitiva en su caso.

A dichos efectos, se deberá prever en forma expresa la condición no cumplida y la forma de su cumplimiento; con indicación de responsabilidades, plazos y sanciones en caso de incumplimiento.

Una vez suscripto el boleto de reserva, el Asesor Legal -excepto no conformidad por escrito y expresa del Fiduciario por razón fundada- procederá entonces a realizar el estudio legal de títulos de propiedad, planos y demás antecedentes gráficos y dominiales del correspondiente Predio Productivo, así como el cumplimiento de las condiciones pactadas en el boleto de reserva. El Asesor Legal se encargará asimismo de la preparación de la documentación de adquisición (boleto, promesa de compraventa, compraventa definitiva) e inscripción de la misma según corresponda, ante los registros pertinentes.



Ff N° 809776



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

Cumplidas las condiciones legales y convencionales de adquisición previstas anteriormente, el Fiduciario en forma coordinada con el Agente, suscribirá un compromiso de compraventa del inmueble al amparo de la Ley N° 8.733 del 17 de junio de 1931, el cual se inscribirá en el Registro de la Propiedad Inmueble del registro correspondiente, abonando hasta el 100% del precio contra la entrega de la posesión del inmueble. La celebración de la escritura de compraventa definitiva estará sujeta a la autorización del Fiduciario para ser titular de derecho de propiedad del correspondiente Predio Productivo conforme a la Ley de Tierras.

En lo sucesivo, en caso que el Fiduciario obtenga autorización para ser titular del derecho de propiedad de inmuebles rurales, conforme a la Ley de Tierras, el procedimiento de adquisición será el siguiente: (i) se suscribirá un boleto de reserva sujeto a las condiciones mencionadas precedentemente, así como a la obtención de la autorización para ser titular de inmuebles rurales al amparo del régimen de autorización ficta prevista en el artículo 3º del Decreto N° 201/008 de fecha 1º de abril de 2008; (ii) cumplidas las condiciones establecidas en el numeral (i) de este párrafo se suscribirá la compraventa definitiva del Predio Productivo.

El Fiduciario con la colaboración del Agente realizará sus mejores esfuerzos para la obtención de las autorizaciones por cada Predio Productivo. En ese marco, el Agente y el Fiduciario únicamente estarán obligados a la presentación de toda la información y documentación que sea requerida en virtud de la Ley de Tierras o que sea solicitada por las autoridades competentes en el marco del trámite, así como la realización de todos los actos necesarios para el mantenimiento de dichas autorizaciones en caso que las mismas sean otorgadas. El Agente y el Fiduciario no otorgan ninguna garantía en relación a la obtención de tales autorizaciones.

El día en que el Fiduciario tome posesión de los Predios Productivos el Agente conjuntamente con la persona que el Comité de Vigilancia designe a tales efectos, se realizarán, un inventario del estado del Predio Productivo, que será entregado al Fiduciario al momento de la suscripción de cada Contrato de Aparcería.

El Fiduciario abonará con cargo al Patrimonio Fiduciario, contra la presentación de las correspondientes facturas, los siguientes gastos que se generen en el marco del proceso de adquisición de los Predios Productivos, que constituyen Gastos del Fideicomiso:

- (i) al Asesor Legal —o a quién lo sustituya, en caso de no conformidad por escrito y expresa del Fiduciario con relación a los mismos por razón fundada- el 1.00% calculado sobre el Precio de Compraventa de cada Predio Productivo por concepto de honorarios notariales derivados de su adquisición; más montepíos notariales e IVA de honorario y montepíos;

Asimismo, deberá abonar los gastos que se generen en el marco del proceso de análisis notarial de los inmuebles rurales a ser adquiridos por el Fideicomiso —incluso los que sean descartados- (a modo de ejemplo y sin que implique limitación, certificados, tasas registrales, cédulas catastrales entre otros) así como los gastos de inscripción de la documentación de adquisición ante los organismos correspondientes.

- (ii) al (los) intermediario(s) inmobiliario(s) que intervenga(n) en la operación concretada, hasta el 1.00% más IVA calculado sobre el Precio de Compraventa del correspondiente Predio Productivo.

El Fiduciario únicamente podrá abonar importes por encima de los topes indicados precedentemente, (a) en el caso que sean aplicables a los honorarios indicados, nuevos

tributos o tributos ya existentes, pero cuya alícuota hubiese aumentado desde la suscripción del presente Contrato –a título de ejemplo, aumentos en los montepíos notariales-; (b) en caso de autorización del Comité de Vigilancia para el caso concreto, en la medida que existan circunstancias excepcionales en relación a un determinado Predio Productivo que justifiquen el exceso.

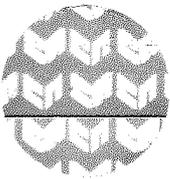
OCTAVO: Celebración de los Contratos de Aparcería para explotación de los Predios Productivos. La Inversión en Sistemas de Riego. Precio de los Contratos de Aparcería.-

8.1 Contratos de Aparcería. El Fiduciario deberá celebrar contratos de aparcería, con el Aparcero, conforme al modelo de Contrato de Aparcería que se adjunta como Anexo II del Prospecto. A tales efectos, cada vez que se adquieran Predios Productivos –ya sea mediante la celebración de compromisos de compraventa al amparo de la Ley N° 8.733 de fecha 17 de junio de 1931 o escrituras definitivas de compraventa-, simultáneamente se deberá suscribir el correspondiente Contrato de Aparcería y entregarse la posesión del Predio Productivo al Aparcero. El Aparcero deberá a tales efectos cumplir, en todo momento, con los requisitos y/o autorizaciones legales y reglamentarias vigentes para ser titular del derecho de explotación de los Predios Productivos. El Aparcero registrará cada Contrato de Aparcería en el Registro de la Propiedad Inmobiliaria, dentro del plazo de diez Días Hábiles desde su suscripción.

El Contrato de Aparcería incluirá como anexo un plano en el que se deslindará el área agrícola, el área con potencialidad ganadera y las áreas de desperdicio, según la determinación realizada por el Agente. Sin perjuicio de lo anterior, dentro del plazo de cuarenta y cinco días corridos de finalizada la siembra de cada cultivo, el Aparcero entregará al Fiduciario y al Comité de Vigilancia una medición de las áreas sembradas de cada cultivo realizada mediante sistema de medición satelital (GPS), las cuales deberán ser tenidas en cuenta a los efectos del cálculo del Pago Mínimo bajo los Contratos de Aparcería.

El destino que el Aparcero dará al Predio Productivo tomado en aparcería será principalmente agrícola. En ese marco, el Aparcero cultivará en los Predios Productivos, a su exclusivo costo y responsabilidad, maíz, soja, trigo, sorgo, entre otros granos, con el apoyo de Sistemas de Riego cuya instalación será supervisada por el Aparcero, y que se realizará con cargo a los fondos integrantes del Patrimonio Fiduciario, de conformidad con lo previsto en la cláusula 8.9 del presente. Asimismo, el Aparcero se encuentra facultado a desarrollar en los Predios Productivos actividad ganadera -en el área no agrícola de los Predios Productivos conforme a la determinación que al respecto haga el Agente-, así como aquellas actividades accesorias que permitan generar ingresos en el marco de la explotación de los Predios Productivos y sus mejoras, como ser, la celebración de contratos de riego. Se deja expresa constancia que la actividad ganadera así como aquellas actividades accesorias podrán ser desarrollada a través de terceros, ya sea mediante la suscripción de contratos de pastoreo u otras figuras similares, no así la actividad agrícola. La realización de actividad ganadera así como aquellas actividades accesorias a través de terceros, deberá ser aprobada previamente por el Comité de Vigilancia.

El Aparcero deberá comenzar a explotar los Predios Productivos conforme a su destino contractual, dentro de un plazo máximo de nueve meses contados desde la suscripción del Contrato de Aparcería respectivo, debiendo cultivar y explotar razonablemente, la mayor cantidad de áreas en condiciones de explotación agrícola, aspecto que será corroborado por el Comité de Vigilancia e informado al Fiduciario. Sin perjuicio de lo anterior, se deja expresa constancia que en forma previa a la suscripción del respectivo Contrato de Aparcería, el Aparcero podrá requerir al Comité de Vigilancia en tanto idóneo, sin responsabilidad para el Fiduciario, la extensión del plazo referido para comenzar a realizar la explotación y/o para



Ff N° 809777



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

cumplir la obligación de explotar la mayor cantidad de áreas en condiciones de explotación agrícola por razones fundadas, en caso que existan circunstancias que justifiquen tales modificaciones a los efectos de encontrarse en óptimas condiciones para el desarrollo de la actividad productiva y la implementación y funcionamiento de los Sistemas de Riego y que retrasaren el comienzo de la explotación conforme a las metas establecidas en el presente, como ser, la época en que se entregue la posesión del predio o la necesidad de realizar mejoras y/o reparaciones en el inmueble rural. El Comité de Vigilancia deberá expedirse en forma expresa y fundada dentro del plazo de quince días de recibida la solicitud. La aprobación o rechazo de la extensión de los plazos referidos por razones fundadas deberá ser acreditado al Fiduciario en forma previa a la suscripción del Contrato de Aparcería, para su incorporación.

8.2 Retribución. El Aparcero abonará al Fiduciario en carácter de retribución de los Contratos de Aparcería el 23% (veintitrés por ciento) de la Producción Bruta, que en ningún caso podrá ser con relación a la producción agrícola y pecuaria, inferior al Pago Mínimo correspondiente, calculado en la forma prevista en esta cláusula. En caso que la Retribución de los Contratos de Aparcería con relación a la producción agrícola y pecuaria no alcance el equivalente en dinero al Pago Mínimo, el Aparcero deberá abonar en dinero al Fideicomiso la diferencia que resulte de dicha relación, a cuyos efectos se procederá con las retenciones en la forma que se establece en la cláusula 8.4 del presente Contrato.

El Pago Mínimo bajo los Contratos de Aparcería será igual en el caso de la producción agrícola, al equivalente en dinero al precio de 600 kg de soja por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola y a 1.200kg de maíz por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola. A los efectos de calcular el Pago Mínimo por producción agrícola, se considerará para el caso de la soja y maíz, el Precio Promedio Ponderado de las ventas de tales granos realizadas a cada Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola, conforme se establece en la cláusula 8.4. Las hectáreas efectivamente explotadas serán las áreas agrícolas por cada cultivo definidas en la medición satelital efectuada por el Aparcero de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.1 del presente. En el caso que la explotación agrícola se inicie en el transcurso de un Año Agrícola, la cantidad de kilogramos mínimos por hectárea será prorrateada por la cantidad de días restantes correspondiente a ese Año Agrícola. Para el supuesto excepcional que el Aparcero no efectuara ningún cultivo de soja o maíz o que no existan operaciones precedentes suficientes que permitan calcular el Precio Promedio Ponderado, se tomará como referencia el promedio del precio de los últimos 6 meses de la Cámara Mercantil de Productos del País (referencia Nueva Palmira).

Por tanto, el Pago Mínimo por producción agrícola se calcula de la siguiente forma:

(Nro de Hectáreas efectivamente explotadas de Maíz por Año Agrícola x 1.200 kg x Precio Promedio Ponderado del maíz) + (Nro de Hectáreas efectivamente explotadas de soja por Año Agrícola x 600 kg x Precio Promedio Ponderado de soja);

siendo, el Precio Promedio Ponderado equivalente a:

$$\frac{(P1 \times Q1 + P2 \times Q2 + \dots + Pn \times Qn)}{(Q1+Q2+ \dots + Qn)}$$

Siendo P1 el Precio Neto de Venta de Grano correspondiente a la venta número 1 y Q1 la cantidad en kilogramos de grano de la venta número 1; P2 el Precio Neto de Venta de Grano correspondiente a la venta número 2 y Q2 la cantidad en kilogramos de grano de la venta número 2, y así respectivamente por la cantidad de ventas según corresponda.

En el caso de la producción pecuaria, el Pago Mínimo será en cualquier caso igual al equivalente en dinero a 46kg de carne por hectárea ganadera efectivamente explotada por Año Agrícola, el cual se calculará de acuerdo al promedio del precio del kilo de carne de novillo tipo publicado por el Instituto Nacional de Carnes en el período abril, mayo y junio del Año Agrícola respectivo. En el caso que la explotación ganadera se inicie en el transcurso de un Año Agrícola, la cantidad de kilogramos mínimos por hectárea será prorrateada por la cantidad de días restantes correspondiente a ese Año Agrícola. La hectárea ganadera efectivamente explotada por año surgirá de la correspondiente documentación que se suscriba al momento de comenzarse con la actividad pecuaria.

El análisis de si la Retribución de los Contratos de Aparcería con relación a la producción agrícola es superior o inferior al Pago Mínimo por producción agrícola será efectuado en la Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola, de conformidad con el procedimiento indicado en la cláusula 8.4 del presente. Para el caso de la producción pecuaria, la forma de realizar este análisis será oportunamente acordada entre el Aparcerero y Fiduciario, previa opinión del Comité de Vigilancia.

En caso que se verifique un cambio o modificación de las leyes o normas de la República Oriental del Uruguay (en especial normas tributarias), o como resultado de cualquier cambio en la aplicación o interpretación oficial de dichas leyes o normas, cuyo cambio o modificación afecte sustancial y negativamente la ecuación económica-financiera del Plan de Negocios y/o del Contrato(s) de Aparcería, los Titulares –quienes adoptarán resoluciones por Mayoría Especial- se obligan a negociar de buena fe con el Aparcerero, dentro de un plazo de sesenta días corridos desde la solicitud de entablar negociaciones realizada por el Aparcerero, modificaciones al Plan de Negocios y/o al (los) Contrato(s) de Aparcería a fin de recomponer dicha ecuación, no asumiendo el Fiduciario responsabilidad al respecto.

La obligación antedicha también será aplicable en caso que durante un promedio de tres Años Agrícolas, el resultado operativo promedio del global de los Predios Productivos bajo explotación sea negativo como consecuencia de causas ajenas al control del Aparcerero. El resultado operativo de un Predio Productivo se calculará de la siguiente forma: total de Producción Bruta del Predio Productivo, menos el total de los insumos utilizados para obtener la Producción Bruta (semillas, fertilizantes, fungicidas, herbicidas, entre otros) menos labores (costos de mano de obra, maquinaria y gastos asociados a éstos) para obtener dicha producción, menos el precio del Contrato de Aparcería.

8.3 Fecha de pago. Los pagos por la Retribución de los Contratos de Aparcería respecto de la producción agrícola se efectuarán a medida que se levante la cosecha en cada campaña agrícola de invierno/verano. Respecto a los cultivos de invierno, la fecha estimada de cosecha será en el período noviembre - diciembre y respecto a los cultivos de verano, la fecha estimada de cosecha, será en el período abril – mayo, dependiendo de la maduración del cultivo y razones climáticas. El Aparcerero deberá notificar al Fiduciario y al Comité de Vigilancia las fechas en las cuales procederá a realizar tales tareas, con una antelación mínima de diez Días Hábiles.

La cosecha será depositada en silos de empresas de primera línea, permaneciendo en los mismos hasta su comercialización, sin perjuicio de otros arreglos que pueda efectuar el Aparcerero, de acuerdo a la forma de comercialización que se acuerde para la misma. En cualquier caso, de ser posible, el Aparcerero procurará la emisión de un certificado de depósito o similar, a favor del Fiduciario por el 23% de la Producción Bruta, que será entregado a éste en carácter de pago de la Retribución de los Contratos de Aparcería.

Ff N° 809778

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

8.4 Comercialización de la Producción Bruta. Liquidación del Pago Mínimo. Liquidación de costos de comercialización. El Aparcero realizará la gestión de comercialización del 100% de la Producción Bruta, actuando en el caso de la Producción Bruta propiedad del Fideicomiso, por cuenta y orden del Fiduciario; obligándose a que la misma sea enajenada en igualdad de condiciones que la Producción Bruta de su propiedad, pero siempre estando facultado a aplicar las prácticas de comercialización que entienda convenientes, acorde con su leal saber y entender (incluyendo por ejemplo, diferir la comercialización a la espera de un alza en los precios, por hasta el plazo máximo que se indica a continuación).

La Producción Bruta almacenada será comercializada dentro de un plazo máximo de doce meses una vez finalizado el ciclo agrícola respectivo.

El Aparcero se obliga a informar al Comité de Vigilancia y al Fiduciario, dentro del mismo día en que se acuerde cada operación de venta, las condiciones de cada operación.

Se deja expresa constancia que el Aparcero podrá resolver no comercializar a terceros parte de la producción obtenida como consecuencia de la explotación agrícola con el objeto de producir semilla a ser empleada en futuras campañas agrícolas, previa aprobación del Comité de Vigilancia (que tendrá un plazo de quince días desde la comunicación por parte del Aparcero para su aprobación o rechazo por razones fundadas), dando cuenta de ello al Fiduciario. En dicho caso, se considerará como precio del grano, el Precio Promedio Ponderado de las ventas que el Aparcero realice de dicho grano, durante/correspondientes a esa campaña agrícola. El Aparcero deberá abonar al Fiduciario por los granos reservados, el mismo monto que correspondería abonar en caso que la venta se realizara a un tercero, esto es, el 23% del ingreso total deducidos los costos de comercialización, si existieran.

Simultáneamente a la comercialización de la Producción Bruta a terceros, el Aparcero instruirá el depósito de la totalidad de las sumas a ser abonadas en virtud de la venta en la Cuenta Recaudadora. Se deja expresa constancia que las sumas correspondientes al 77% de la Producción Bruta a pesar de depositarse en una Cuenta Fiduciaria no integrarán el Patrimonio Fiduciario, excepto hasta la suma concurrente con el Pago Mínimo, en caso de corresponder, disponiéndose su depósito en tal cuenta, a los solos efectos que el Fiduciario pueda: i) controlar que los importes percibidos que corresponden al 23% de la comercialización de la Producción Bruta conforme a lo previsto en la cláusula 8.10 del presente; y ii) liquidar el Pago Mínimo por producción agrícola, conforme a lo previsto en esta sección. El Aparcero se obliga a cumplir con todos los requerimientos que sean exigidos a efectos de la transferencia.

El cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola deberá realizarse por el Aparcero en cada ocasión en que se comercialice soja (Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola) y deberá ser aprobado por el Comité de Vigilancia.

El Fiduciario, dentro del plazo de tres Días Hábiles desde la recepción de cualquier pago por concepto de comercialización de la Producción Bruta por producción agrícola, deberá proceder conforme lo siguiente:

- i) respecto de los importes recibidos producto de la comercialización del trigo y maíz –o cualquier otro cultivo (excluido la soja)-, transferir al Aparcero, en la cuenta bancaria que éste indique, sin más, el 77% de cada pago recibido;
- ii) respecto de los importes recibidos producto de la comercialización de la soja, transferir al Aparcero, en la cuenta bancaria que éste indique, sin más, el 77% de cada pago

recibido, en la medida que a la fecha en que deba procederse a la liberación de tales fondos (cada una, una "Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola"), se hayan depositado en la Cuenta Recaudadora por concepto de comercialización de Producción Bruta agrícola, un importe equivalente al Pago Mínimo correspondiente a la última Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola.

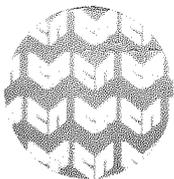
A los efectos de que el Fiduciario pueda realizar este contralor, el Aparcero deberá presentar una liquidación del monto a que asciende el Pago Mínimo por producción agrícola en cada Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola, conforme la metodología indicada en la cláusula 8.2 del presente; debiendo el Fiduciario compararlo con las sumas abonadas hasta cada Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola por concepto del 23% de la Producción Bruta agrícola -deducidos los gastos de comercialización y las Retenciones No Recuperables-.

Si el Pago Mínimo por producción agrícola fuera inferior a las sumas ya abonadas hasta la Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola, el Fiduciario liberará al Aparcero el 77% de los pagos por comercialización de soja. Si por el contrario, el Pago Mínimo por producción agrícola fuera superior a las sumas ya abonadas hasta la Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola, el Fiduciario retendrá las sumas concurrentes hasta el Pago Mínimo por producción agrícola, y hasta el momento en que exista un excedente. El Fiduciario liberará dicho excedente, una vez cubierto el Pago Mínimo por producción agrícola en cada momento dado, hasta recomponer la proporción 77% para el Aparcero y 23% para el Fideicomiso. A partir de ese momento y con relación al resto de las comercializaciones e ingresos por concepto de Producción Bruta agrícola del Año Agrícola respectivo, se liberarán los fondos en la proporción antedicha. Este procedimiento se llevará a cabo hasta la comercialización y cobro de la totalidad de la Producción Bruta agrícola por Año Agrícola, y en todo caso, en cada ocasión en que se perciban cobros por concepto de comercialización de la soja.

La evaluación de si la Retribución de los Contratos de Aparcería es superior o inferior al Pago Mínimo conforme a lo antedicho no obsta a los Pagos Periódicos, para los cuales el Fiduciario únicamente deberá considerar los ingresos efectivamente depositados en la Cuenta Recaudadora como resultado de la comercialización de la Producción Bruta.

En el caso que el Aparcero resuelva diferir la comercialización de la Producción Bruta por razones de estrategia comercial, deberá notificarlo fundadamente al Fiduciario y al Comité de Vigilancia, debiendo este último optar por:

- i) acompañar al Aparcero en la decisión de diferimiento (en cuyo caso, el Pago Mínimo por producción agrícola se abonará en la forma indicada precedentemente en esta cláusula, en los numerales (i) y (ii); o
- ii) recibir el 23% de la producción del correspondiente grano y contratar con terceros la comercialización de la misma, instruyendo al Fiduciario de conformidad - no asumiendo el Fiduciario responsabilidad al respecto-. Si resultara que la cantidad en kg correspondiente al 23% de la producción de ese grano fuera inferior a la cantidad mínima del grano en cuestión que surge del Pago Mínimo por producción agrícola (esto es, 600 kg de soja por hectárea explotada de soja o 1.200 kg de maíz por hectárea explotada de maíz) el Aparcero deberá entregar al Fiduciario la cantidad de granos necesaria para completar la cantidad de granos comprometida con el Pago Mínimo por producción agrícola. Entregados tales granos, se entenderá por cumplido con el Pago Mínimo por producción agrícola. En consecuencia, cuando el Aparcero



Ff N° 809779



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

comercialice esta Producción Bruta almacenada, el Fiduciario deberá liberar al Aparcero el 100% de las sumas recibidas producto de dicha comercialización.

En caso que existan costos incurridos para la comercialización de la Producción Bruta que no hayan sido descontados por el adquirente de la misma, el Aparcero enviará al Comité de Vigilancia, dentro del plazo de diez Días Hábiles desde la celebración de la venta, una factura por el monto de los costos de comercialización por la cuota parte que corresponda soportar al Fideicomiso, con una relación de los gastos incurridos y la documentación que permita acreditar los mismos. El Comité de Vigilancia tendrá un plazo de diez Días Hábiles para verificar la solicitud, debiendo limitarse a analizar que la documentación presentada acreditante de los costos coincida con la factura emitida por el Aparcero. En caso que el Comité de Vigilancia no objete la factura presentada durante dicho plazo, se considerará que ha existido una aprobación tácita del Comité de Vigilancia a los costos de comercialización para su reembolso. El Fiduciario deberá abonar al Aparcero la factura dentro del plazo de tres Días Hábiles desde la fecha de aprobación expresa o tácita del Comité de Vigilancia.

Conforme a lo previsto en la cláusula 8.10, la verificación de las plantaciones y cosechas realizadas y el área productiva efectivamente afectada a cada cultivo in situ (esto es, en los Predios Productivos), o la actividad ganadera u otra, así como las condiciones y costos de la comercialización, la determinación de la Producción Bruta, son competencia del Comité de Vigilancia lo cual es expresamente aceptado por los Beneficiarios. Sin perjuicio de lo antedicho, el Comité de Vigilancia deberá reportar al Fiduciario las tareas de fiscalización llevadas a cabo a esos efectos, conforme a lo previsto en el Protocolo de Fiscalización.

El Fiduciario será responsable de corroborar que los cobros recibidos por concepto de comercialización de la producción bruta coincidan con la documentación contractual de la que surjan los términos y condiciones de comercialización de las cosechas o producción pecuaria realizadas por el Aparcero, prevista en el literal c) de la cláusula 8.10.i). Verificado lo antedicho y reportadas las fiscalizaciones que pudieran corresponder conforme a lo previsto en el Protocolo de Fiscalización sin observaciones por el Comité de Vigilancia, el Fiduciario transferirá al Aparcero el 77% de los pagos recibidos por concepto de comercialización de la Producción Bruta o las sumas excedentes que correspondan en virtud del Pago Mínimo. Asimismo, deberá liberar los fondos por gastos de comercialización que hubieran sido expresamente aprobados por el Comité de Vigilancia.

Los ingresos que el Aparcero deba abonar por la producción adquirida para sí, serán abonados dentro de un plazo de treinta días corridos desde su adquisición, en la Cuenta Recaudadora.

Respecto de la eventual actividad pecuaria así como de aquellas actividades accesorias que permitan generar ingresos en el marco de la explotación del Predio Productivo y sus mejoras, el Aparcero deberá informar de los términos y condiciones proyectados al Comité de Vigilancia y al Fiduciario, en forma previa a su contratación, debiendo enviar a tales efectos toda la documentación e información relativa a la misma. La realización de actividad ganadera así como aquellas actividades accesorias a través de terceros, deberá ser aprobada previamente por el Comité de Vigilancia. Asimismo, el Fiduciario, previa opinión favorable del Comité de Vigilancia, acordará con el Aparcero los recaudos y garantías necesarios con relación a la misma, así como la forma de contralor del Pago Mínimo

8.5 Garantía. En garantía del cumplimiento de las obligaciones que asume el Aparcero en virtud del presente Contrato y los Contratos de Aparcería, en oportunidad de celebrarse el respectivo Contrato de Aparcería, el Aparcero gravará con prenda sin desplazamiento de primer grado a favor del Fiduciario, el 23% de: (i) los cultivos de granos a desarrollarse en el

respectivo Predio Productivo, (ii) las cosechas obtenidas en virtud de los cultivos referidos precedentemente y (iii) las indemnizaciones que correspondan en caso de siniestro que afecte los bienes objeto de la prenda en virtud de los seguros contratados por el Aparcero de acuerdo a lo establecido en la cláusula 8.6 del presente. El monto de granos afectados bajo la presente prenda será como mínimo equivalente a 600kg de soja por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola y a 1.200kg de maíz por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola.

A tales efectos, simultáneamente con la suscripción de cada uno de los Contratos de Aparcería se suscribirán Contratos de Prenda de Granos conforme al modelo de Contrato de Prenda de Granos que se incluye como Anexo III del Prospecto. El Aparcero deberá registrar cada Contrato de Prenda en el Registro de la Propiedad Mueble – Sección Prendas sin Desplazamiento del Departamento dónde se encuentre ubicado el correspondiente Predio Productivo, dentro del plazo de diez Días Hábiles desde su suscripción.

El Aparcero deberá notificar a la empresa aseguradora, al momento de contratarse la cobertura (lo cual acontecerá dentro de un plazo máximo de sesenta días corridos desde la siembra del cultivo), la prenda constituida en virtud del Contrato de Prenda de Granos, y en cuyo mérito, el 23% de los importes que eventualmente deban ser abonados bajo los seguros contratados deberán depositarse en la Cuenta Recaudadora. La prenda se extiende a todos los créditos derivados de los contratos y pólizas de seguros, así como cualquier modificación, novación y/o sustitución de las mismas. El Aparcero deberá entregar al Fiduciario evidencia de haber cumplido con esta obligación dentro de los diez Días Hábiles de su contratación.

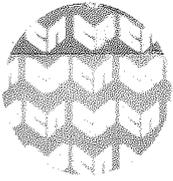
La prenda sin desplazamiento a constituirse pertenecerá a la modalidad llamada “flotante” de conformidad a lo establecido en el artículo 3 de la Ley Nº 17.228. En virtud de tal carácter, queda entendido que quedan comprendidos en la prenda todos los cultivos de cualquier especie que se incorporen a los Predios Productivos sustituyendo o complementando a los cultivos originalmente identificados.

Durante la vigencia del Contrato de Prenda de Granos el Aparcero está autorizado a vender y hacer tradición de los granos cosechados objeto de la prenda, sujeto a que simultáneamente a que se acuerde la venta, el Aparcero notifique al comprador que la totalidad de los importes derivados de la venta deberán abonarse en la Cuenta Recaudadora.

8.6 Seguros. El Aparcero contratará a su costo y cargo los siguientes seguros, según se describe en el Prospecto dentro del plazo máximo de sesenta días corridos desde la siembra del cultivo, los cuales deberá mantener vigente durante todo el término del ciclo biológico de cada cultivo:

- i) Para los cultivos de invierno (cebada y trigo) seguros que den cobertura contra riesgo granizo, incendio de rastrojos e incendio de cultivos, pérdida total. Exclusivamente para la cebada, se contratará una cobertura por vientos.
- ii) Para los cultivos de verano (soja, maíz y sorgo) seguros que den cobertura contra riesgo granizo, incendio de rastrojos e incendio de cultivos. Exclusivamente para la soja, se contratará una cobertura por vientos, pérdida total e imposibilidad de cosechar mecánicamente por falta de piso.

A efectos de verificar el cumplimiento de la obligación del Aparcero relativa a la contratación de seguros y la instrucción de pago a favor del Fideicomiso, el Aparcero deberá notificar al Fiduciario las fechas de siembra previstas en forma previa a su realización.



Ff N° 809780



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

Dependiendo de las características de los Predios Productivos, la fecha de siembra, condiciones climáticas, el Aparcero podrá resolver la contratación de coberturas adicionales a las descritas, a su exclusivo cargo y costo. Asimismo, en consideración a las circunstancias antedichas, el Comité de Vigilancia podrá sugerir al momento de la contratación o en cualquier momento posterior, la conveniencia de contratar coberturas adicionales a las referidas, lo cual en todo caso será vinculante para el Aparcero, a su exclusivo costo y cargo.

En todos los seguros contratados se designará al Fiduciario como beneficiario del 23% de la indemnización que correspondan en cada caso, procediéndose conforme a lo previsto en la cláusula 8.6 del presente.

8.7 Plazo. Los Contratos de Aparcería se contraerán por el plazo de vigencia del Fideicomiso establecido en la cláusula 4.1 del presente, es decir, que tendrán vigencia desde su celebración hasta el momento de la terminación del Contrato de Fideicomiso, con un plazo máximo de quince años. De conformidad con lo establecido en la cláusula 4.3 de este Contrato, en caso de resolverse la prórroga del plazo del Fideicomiso, deberá ofrecerse al Aparcero la renovación de los Contratos de Aparcería, según lo establecido en dicha cláusula.

Sin perjuicio del vencimiento del plazo de los Contratos de Aparcería, se deja expresa constancia que el Aparcero estará autorizado a permanecer utilizando sin costo adicional, el (los) Predio(s) Productivo(s) por el tiempo que sea necesario para levantar en su totalidad la(s) cosecha(s) de la(s) campaña(s) en curso al vencimiento del Contrato de Aparcería, respecto de cuya Producción Bruta deberá abonar al Fiduciario el 23%.

8.8 Uso de los Predios Productivos. El Aparcero deberá explotar los Predios Productivos y utilizar los Sistemas de Riego y demás mejoras acorde a la normativa aplicable y las prácticas de la industria, preservándolos de los daños que está en su alcance evitar, como ser la invasión de malezas y la producción de zanjas y erosiones o cualquier otro elemento de degradación por uso inadecuado de la tierra. En el marco de lo anterior, será obligación del Aparcero cumplir con las normas aplicables para el manejo y cuidado de recursos naturales renovables. Estas obligaciones son aquellas desarrolladas en el Prospecto y los Contratos de Aparcería a suscribirse conforme al modelo que se adjunta como Anexo II al Prospecto, así como todas las previstas en el régimen jurídico aplicable vigente, así como las normas que se creen y/o devengan exigibles con posterioridad a la firma del presente Contrato.

8.9 Inversión en Riego. La Inversión en Riego será efectuada con cargo al Patrimonio Fiduciario, en base al Presupuesto de la Inversión en Riego realizados por el Agente y aprobado por el Comité de Vigilancia conforme a lo previsto en la cláusula 7.3.

Una vez aprobado el Presupuesto de la Inversión en Riego por el Comité de Vigilancia, el Agente (o el Agente Sustituto) coordinará con el Fiduciario la contratación de la empresa seleccionada por el Agente a los efectos de la instalación de los Sistemas de Riego en los Predios Productivos y cualquier obra necesaria a los efectos de la disposición de los recursos hídricos. El Agente coordinará y supervisará bajo su responsabilidad la ejecución de tales trabajos en los términos convenidos entre la empresa contratada y el Fiduciario.

Para la Inversión en Riego, se podrán utilizar los equipos de riego de la marca que aconseje la empresa seleccionada por el Agente a los efectos de la instalación, siempre y cuando los mismos cumplan con las especificaciones establecidas en el Prospecto y los precios de los mismos sean acordes con las condiciones de mercado, todo lo cual será evaluado por el Agente al momento de realizar el Presupuesto de la Inversión en Riego.

Una vez entregada la posesión del Predio Productivo al Aparcero, deberá comenzar a ejecutarse la Inversión en Riego, estimándose que la misma estará finalizada en un plazo promedio de 12 meses con un máximo de 24 meses. El Aparcero deberá controlar la ejecución de los trabajos en las condiciones pactas con el Fiduciario y el cumplimiento de la obligación antedicha por parte de la empresa encargada de instalar los Sistemas de Riego, debiendo reportar al Comité de Vigilancia y Fiduciario las tareas llevadas a cabo a ese respecto así como en caso de incumplimiento. Lo antedicho es sin perjuicio de las fiscalizaciones que el Protocolo de Fiscalización pueda prever con relación a la Inversión en Riego.

El Agente asistirá al Fiduciario en todo lo que éste requiera a fin de controlar los desembolsos de fondos a la empresa que efectúe la instalación de los Sistemas de Riego, conforme al Presupuesto de la Inversión en Riego.

En relación a la Inversión en Riego, el Aparcero estará obligado a:

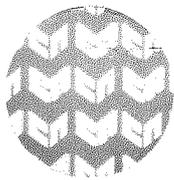
- (i) tramitar y mantener vigentes las autorizaciones, permisos o habilitaciones nacionales o municipales que sean necesarias para el uso de los recursos hídricos y el funcionamiento de los Sistemas de Riego;
- (ii) mantener los Sistemas de Riego en buen estado de conservación.

Se deja expresa constancia que el Fiduciario realizará la Inversión en Riego conforme al Presupuesto de la Inversión en Riego aprobado por el Comité de Vigilancia, no siendo responsable por la selección de la empresa encargada de suministrar e instalar el sistema, por el diseño o calidad del Sistema de Riego, lo cual es expresamente aceptado por los Beneficiarios.

8.10 Información al Fiduciario y al Comité de Vigilancia. El Aparcero deberá remitir al Fiduciario y al Comité de Vigilancia la siguiente información:

- i) en forma trimestral desde la celebración del primer Contrato de Aparcería, dentro de los primeros diez Días Hábiles del mes siguiente al cierre del correspondiente trimestre, un informe de gestión sobre: (a) plantaciones realizadas y evolución trimestral de los cultivos, con indicación del área productiva afectada a cada cultivo; (b) cosechas realizadas; c) documentación contractual de la que surjan los términos y condiciones de comercialización de las cosechas realizadas por el Aparcero, con indicación del precio, fecha de pago prevista, facturas respectivas, y acreditar la instrucción de pago en la Cuenta Recaudadora; d) seguros contratados de corresponder adjuntando pólizas; e) declaración respecto de si se está realizando actividad ganadera o cualquier otra actividad; f) información respecto a los avances de la Inversión en Riego y al mantenimiento realizado a los Sistemas de Riego.

La verificación de las plantaciones y cosechas realizadas y el área productiva efectivamente afectada a cada cultivo in situ (esto es, en los Predios Productivos), así como la actividad ganadera u otra, y las condiciones de la comercialización, la verificación de la Inversión en Riego, es competencia del Comité de Vigilancia, que deberá reportar al Fiduciario las tareas de fiscalización llevadas a cabo a esos efectos, conforme al Protocolo de Fiscalización; lo antedicho es sin perjuicio de la obligación del Fiduciario de deba velar por el cumplimiento del Comité de Vigilancia a dichas obligaciones y tomar las medidas que entienda pertinentes en caso de incumplimiento para salvaguardar el patrimonio. El Fiduciario deberá verificar los



Ff N° 809781



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

pagos recibidos por la comercialización con relación a la documentación prevista en el literal (c) precedente.

- ii) dar aviso en forma inmediata, de cualquier hecho o acto que pudiera afectar el Plan de Negocios o los derechos de los Titulares;
- iii) Toda la información que el Fiduciario le requiera a los efectos de la valuación de los activos biológicos y en general cualquier información que el Fiduciario y/o el Comité de Vigilancia le requieran en relación a su actividad como Aparcero.

Todos los informes referidos, serán enviados a los Titulares a la dirección de correo electrónico que indiquen al Fiduciario, quedando a su disposición el correspondiente original en las oficinas del Fiduciario, a partir de la fecha referida en el numeral i) precedente, o desde la recepción de la información prevista en el numeral ii) conforme a la notificación que de la misma haga el Fiduciario a los Titulares, dentro del plazo de diez Días Hábiles de recibida.

8.11 Rescisión de los Contratos de Aparcería.

A) El Fiduciario deberá resolver todos los Contratos de Aparcería, en la medida que los Titulares por Mayoría Especial así lo instruyan, en los siguientes supuestos:

- i) incumplimiento grave del Aparcero de sus obligaciones bajo el presente Contrato y el respectivo Contrato de Aparcería, si dicho incumplimiento no fuere remediado dentro del plazo de treinta Días Hábiles desde la intimación del Fiduciario o cualquiera de los Titulares para su subsanación. Las notificaciones que deberán realizarse en el marco de esta cláusula deberán expresar en qué consiste el incumplimiento, explicando suficientemente y debiendo en todo caso incluir prueba en la que se funde los supuestos actos u omisiones del Aparcero que en opinión del Fiduciario o cualquiera de los Titulares constituyen dicho incumplimiento grave. Sin que implique limitación alguna, se consideran incumplimientos graves del Aparcero los siguientes: incumplimiento del Aparcero en comenzar la explotación de los Predios Productivos en los plazos previstos, incumplimiento grave de las obligaciones del Aparcero en relación a la instalación y mantenimiento de los Sistemas de Riego, no otorgar las garantías dentro de los plazos y condiciones previstos, cualquier declaración falsa u omisión respecto de la información que debe brindar conforme a lo previsto en el presente Contrato, incumplimiento grave de las normas aplicables para el manejo y cuidado de recursos naturales renovables; excepto justa causa que impida cumplir tales obligaciones, o cuando medien causas de fuerza mayor, caso fortuito o causa extraña no imputable;
- ii) si la ley aplicable lo admitiera, en el caso de disolución o concurso del Aparcero;

En caso de remoción del Aparcero por alguno de los supuestos previstos en el literal A de esta cláusula, y siempre que la persona del Aparcero coincida con el Agente, la Asamblea de Titulares podrá resolver asimismo que la remoción del primero implique la remoción automática del segundo (interpretándose a todos los efectos de este Contrato, como si el Agente también hubiera sido removido por justa causa conforme a lo previsto en la cláusula 6.5).

B) Por su parte, el Aparcero podrá resolver la rescisión de todos los Contratos de Aparcería, sin responsabilidad en los siguientes supuestos:

- i) en caso de incumplimiento grave del Fiduciario de sus obligaciones bajo el respectivo Contrato de Aparcería si dicho incumplimiento no fuera remediado dentro del plazo de treinta Días Hábiles desde la intimación al Fiduciario para su subsanación y si dentro del plazo de sesenta Días Hábiles desde la intimación al Fiduciario, la Asamblea de Titulares no adoptara medidas para subsanar dicho incumplimiento, excepto justa causa que impida cumplir tales obligaciones, o cuando medien causas de fuerza mayor, caso fortuito o causa extraña no imputable;
- ii) si transcurrido el plazo de sesenta días corridos a que hace referencia la cláusula 8.2 del presente, no se lograra acordar entre el Aparcero y los Titulares modificaciones al Plan de Negocios y al (los) Contrato(s) de Aparcería que permitan recomponer la ecuación económica-financiera de los mismos en caso de verificarse un cambio o modificación de las normas de la República Oriental del Uruguay (en especial normas tributarias), o como resultado de cualquier cambio en la aplicación o interpretación oficial de dichas normas, que afecte sustancial y negativamente la misma o en caso que el resultado operativo promedio del global de los Predios Productivos bajo explotación durante un promedio de tres años agrícolas sea negativo.

La rescisión por parte del Aparcero en los términos antes mencionados no dará derecho al Fiduciario ni a los Titulares a reclamar la devolución de suma alguna pagada como retribución por sus servicios, ni dará derecho al cobro de indemnización alguna.

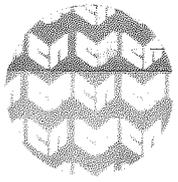
C) Sin perjuicio de la remoción o renuncia del Aparcero se deja expresa constancia que el Aparcero continuará explotando (los) Predio(s) Productivo(s) sin costo adicional por el tiempo que sea necesario para levantar en su totalidad la(s) cosecha(s) de la(s) campaña(s) en curso, respecto de cuya Producción Bruta deberá abonar al Fiduciario el 23%.

En caso de rescisión de los Contratos de Aparcería por alguno de los supuestos previstos en el literal B de esta cláusula, y siempre que la persona del Aparcero coincida con el Agente, el Aparcero y/o la Asamblea de Titulares podrá resolver asimismo que la renuncia/remoción del primero implique la renuncia/remoción automática del segundo (interpretándose a todos los efectos de este Contrato, como si el Agente también hubiera sido removido/renunciado por justa causa conforme a lo previsto en las cláusulas 6.5 y 6.6 del presente Contrato respectivamente).

8.12 Vacancia en el cargo de Aparcero. En cualquier caso de remoción, renuncia o cualquier otro supuesto de vacancia en el cargo del Aparcero, deberá procederse a la designación de un Aparcero sustituto de acuerdo a lo que se dispone a continuación, salvo que una Mayoría Especial de Titulares reunidos en Asamblea, resuelva terminar el Contrato de Fideicomiso anticipadamente conforme a lo establecido en la cláusula 4.2.iv, en cuyo caso, se procederá a la Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario conforme a lo previsto en la cláusula Décimo Noveno.

A tales efectos, el Fiduciario comunicará la vacancia y convocará a una Asamblea de Titulares dentro del plazo de treinta Días Hábiles siguientes a la fecha en que haya tomado conocimiento de la existencia de una causal de vacancia, a efectos de que la Asamblea de Titulares por Mayoría Especial designe al Aparcero Sustituto. Asimismo, la Asamblea de Titulares deberá resolver el procedimiento a seguir en caso que: i) no se encontraran interesados para desempeñar el rol de Aparcero(s) Sustituto(s); o ii) la Asamblea de Titulares no haya aprobado a ningún Aparcero(s) Sustituto(s) o el aparcero designado no aceptare el cargo.

Si se designara Aparcero sustituto por una Mayoría Especial de Titulares, el Fiduciario



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

procederá a recabar la aceptación de dicho cargo por el (los) Aparcero(s) Sustituto(s) en el plazo de diez Días Hábiles desde la celebración de la Asamblea de Titulares en la que se resolvió el nombramiento.

El Fiduciario no será responsable en caso que la Asamblea de Titulares no designe al (los) Aparcero(s) Sustituto(s), no se encontrasen interesados para desempeñar el rol, o el aparcero designado no aceptare el cargo. En ningún caso será responsabilidad del Fiduciario continuar personalmente con las tareas propias del Aparcero.

Todos los gastos relacionados con la remoción y el nombramiento del (los) Aparcero(s) Sustituto(s) serán a cargo del Fideicomiso, siempre que no sea a causa del incumplimiento de sus obligaciones, conforme a lo previsto en la cláusula 8.11 (A) (i), en cuyo caso los gastos referidos serán de cargo exclusivo del Aparcero.

Una vez efectiva la remoción o renuncia del Aparcero conforme lo previsto en la cláusula 8.11 C del presente, cesarán todas sus obligaciones como Aparcero.

8.13 Responsabilidad del Fiduciario por las actividades del Aparcero. Responsabilidad del Aparcero. Las Partes declaran de conformidad que el Fiduciario no tendrá ninguna responsabilidad por las tareas que en virtud del presente Contrato deberá desarrollar el Aparcero -o el (los) Aparcero(s) Sustituto(s)-, y que la contratación del mismo no constituye tercerización o subcontratación por parte del Fiduciario a ningún efecto legal o reglamentario. Sin perjuicio de lo antedicho, el Fiduciario deberá velar por el cumplimiento del Contrato de Aparcería y las obligaciones asumidas por el Comité de Vigilancia respecto de su fiscalización, con el alcance previsto en el presente contrato, así como a ejercer los derechos y acciones que pudieran corresponder en caso de incumplimiento del Aparcero y/o el Comité de Vigilancia, bajo el régimen de responsabilidad previsto en la cláusula 15.

Cada Titular, por la sola adquisición de los Certificados de Participación presta su consentimiento para que el Aparcero (o quien lo suceda en dicha función en el futuro de conformidad con lo establecido en el presente Contrato de Fideicomiso) se desempeñe en tal carácter bajo el (los) Contrato(s) de Aparcería.

A los fines del presente, el Aparcero -o el Aparcero Sustituto- y las personas por él contratadas para el cumplimiento de sus funciones, de ningún modo tendrán relación de subordinación alguna respecto del Fiduciario, debiendo el Aparcero cumplir con todas las obligaciones y ejercer todos los derechos establecidos por la sola virtualidad de este Contrato y el Contrato de Aparcería.

Siendo que no es función del Fiduciario la gestión del negocio agrícola y/o ganadero, riego y demás actividades que eventualmente se lleven adelante a través del Fideicomiso por parte del Aparcero, en todos los aspectos contemplados en el Plan de Negocios, el mismo no asume responsabilidad en tal sentido.

El Aparcero -o el Aparcero Sustituto en su caso- sólo será responsable por los daños y perjuicios que fueran consecuencia directa de su actuación, la cual deberá ser declarada por una sentencia judicial firme dictada por órgano jurisdiccional competente, o laudo arbitral firme dictado por un tribunal competente. El Aparcero -o el Aparcero Sustituto en su caso- deberá mantener indemne al Fiduciario sus directores, funcionarios, empleados, agentes y mandatarios y/o al Patrimonio Fiduciario por los reclamos laborales o de seguridad social por servicios subcontratados por el Aparcero en el marco de sus obligaciones, o de sus propios empleados.

8.14 Composición accionaria del Aparcero. En tanto el Aparcero no cuente con una autorización especial para ser titular de inmuebles rurales y/o explotaciones agropecuarias, deberá mantener en todo momento una composición accionaria que cumpla con los requerimientos de la Ley de Tierras. Los accionistas del Aparcero entregarán al Fiduciario documentación que acredite la aceptación de esta obligación.

8.15 Personas Claves. Los Sres. Michael T. Stewart, Carlos Enrique Garbino, Carlos O'Brien, Francisco R. Pitt, Ricardo Kosterlitz son considerados personas claves del Agente/Aparcero y se comprometen a realizar sus mejores esfuerzos para continuar (ya sea por su participación societaria o como empleados contratados o ambas) vinculados a Bearing Agro S.A. a fin de asegurar el cumplimiento de las obligaciones de la sociedad como Agente y Aparcero. En tal sentido, su desvinculación sólo se producirá cuando medien razones que justifiquen la misma (a título de ejemplo, incapacidad superviniente, jubilación, conflictos societarios, derecho de receso). Las Personas Claves entregarán al Fiduciario documentación que acredite la aceptación de este compromiso, en los términos antedichos. Toda desvinculación de las Personas Claves, en la medida de lo posible, deberá ser previamente comunicada al Fiduciario y a los Titulares, explicitando las razones fundadas de la desvinculación, con un preaviso mínimo de 60 días corridos. En caso que se produzcan desvinculaciones de Personas Claves que incumplan los términos de la presente cláusula se considerará verificado un incumplimiento de parte del Agente/Aparcero, en virtud del cual se deberá abonar al Fideicomiso una multa equivalente a USD 25.000.

NOVENO: Pagos bajo los Certificados de Participación.-

9.1 Derechos que confieren los Certificados de Participación.

- A) Los Certificados de Participación confieren a sus titulares:
- i) el derecho a percibir los Pagos Periódicos, es decir, el derecho a percibir en las Fechas de Pago previstas en la cláusula 9.2 del presente, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos, el remanente de los ingresos derivados de la comercialización del 23% de la Producción Bruta, una vez deducidos los conceptos que se indican a continuación y siempre de acuerdo al siguiente orden de prelación: a) la totalidad de los Gastos del Fideicomiso devengados hasta la fecha de pago que estuvieran pendientes de pago; b) recomponer la Cuenta de Gastos de acuerdo a la previsión de Gastos vigente para el año en curso; c) la constitución o recomposición de la Reserva Contingente, en caso de corresponder. El monto a distribuir nunca podrá exceder: a) el monto que resulte de la sumatoria de los rubros patrimoniales "Resultados del Ejercicio" y "Resultados acumulados" que surjan de los estados contables anuales auditados al 31 de diciembre inmediato anterior (cláusula 12.1.iii) con relación a los pagos de fecha 15 de abril, o de los estados contables semestrales con revisión limitada (12.1.ii) al 30 de junio inmediato anterior (con las correspondientes amortizaciones y provisiones necesarias, incluso la deducción por pérdidas anteriores) con relación a los pagos de fecha 15 de septiembre; y b) los fondos disponibles en la Cuenta Recaudadora a la Fecha de Pago;
 - ii) en los supuestos de Liquidación Parcial, el derecho a percibir, los Pagos por Liquidación Parcial, es decir, el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos una vez deducidos los importes necesarios para cubrir lo siguiente de acuerdo al orden de prelación que se indica: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso

Ff N° 809783

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

devengados pendientes de pago que no pudieran ser atendidos con los fondos existentes en la Cuenta de Gastos; b) recomponer la Cuenta de Gastos, si los fondos existentes en la Cuenta de Gastos no fueran suficientes de acuerdo a la previsión de gastos realizada para el año en curso; c) la constitución o recomposición de la Reserva Contingente, en caso de corresponder.

- iii) en los supuestos de Liquidación Total, el derecho a percibir los Pagos por Liquidación Total, esto es la totalidad de los fondos líquidos que existan en el Patrimonio Fiduciario (incluyendo el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos) que resulten de los estados contables a la fecha de liquidación del Fideicomiso, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación; una vez deducidos de acuerdo al siguiente orden de prelación, los importes necesarios para: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso; b) constituir la Reserva Fija, conforme a lo previsto en la cláusula 19.2 del presente.

Se deja expresa constancia que los pagos que por cualquier concepto pudieran corresponder a los titulares de los Certificados de Participación, se encuentran todos totalmente subordinados a la cancelación previa de la totalidad de los Gastos del Fideicomiso, a la recomposición de la Cuenta de Gastos y/o a la constitución previa o recomposición de la Reserva Contingente o la Reserva Fija, según lo indicado precedentemente.

Asimismo, se deja expresa constancia que los Pagos Periódicos se encuentran todos totalmente subordinados al pago de los importes derivados de la comercialización de la Producción Bruta por parte de los respectivos compradores al Fiduciario, la disponibilidad de los fondos en la Cuenta Recaudadora a la Fecha de Pago, y a la existencia de resultados acumulados y resultados del ejercicio que arrojen los estados contables aplicables en cada caso por al menos el equivalente al importe a distribuir; no asumiendo el Fiduciario responsabilidad alguna al respecto. Por tanto, en ningún caso se le exigirá al Fiduciario realizar los pagos previstos en el presente con fondos de su patrimonio personal o con fondos disponibles en el Patrimonio Fiduciario depositados en la Cuenta de Gastos o en la Cuenta Reserva y/o que no resulten de la comercialización de la Producción Bruta.

Los Pagos por Liquidación Parcial, se encuentran todos totalmente subordinados al pago de los importes derivados de la enajenación de los Predios Productivos, no asumiendo el Fiduciario responsabilidad alguna al respecto, por lo que en ningún caso se le exigirá al Fiduciario realizar los pagos previstos en el presente con fondos de su patrimonio personal o con fondos disponibles en el Patrimonio Fiduciario depositados en la Cuenta de Gastos o en la Cuenta Reserva, y/o que no resulten de la enajenación de los Predios Productivos.

Asimismo, se deja constancia que, en caso que conforme a lo previsto en la cláusula 12.2 del presente se hubiere recibido alguna observación con relación a los estados contables referidos en dicha cláusula, a los montos a los que ascienden los Pagos Periódicos o los Pagos por Liquidación Parcial o Total, los pagos previstos en la presente cláusula no serán abonados hasta tanto se resolvieren dichas observaciones en forma tácita o expresa, o en caso contrario, se reciba una instrucción expresa de la Mayoría Absoluta de los Titulares respecto de los pagos a realizar, en cuyo caso el Fiduciario quedará exento de responsabilidad.

9.2 Fecha de Pago. Los Pagos Periódicos serán abonados a los Titulares de los Certificados de Participación, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos a la fecha respectiva, los 15 de abril y 15 de septiembre de cada año conforme a lo previsto en la cláusula 9.1 (i) precedente.

Los Pagos por Liquidación Parcial que correspondan como consecuencia de la Liquidación Parcial del Fideicomiso serán abonados a los Titulares dentro del plazo de treinta Días Hábiles desde la recepción del precio de enajenación de los Predios Productivos conforme a lo previsto en la cláusula 9.1 (ii) precedente.

Los pagos por Liquidación Total que correspondan como consecuencia de la Liquidación Total del Fideicomiso serán abonados a los Titulares dentro del plazo de ciento veinte Días Hábiles desde la culminación del proceso de liquidación conforme a lo previsto en la cláusula 9.1 (iii) y 19.3. del presente.

9.3 Retenciones. El Fiduciario como emisor de los Certificados de Participación y de acuerdo a las normas tributarias vigentes, procederá a retener todos los tributos que correspondan de acuerdo a las normas vigentes, sobre cada pago a que dan derecho los Certificados de Participación. Tales tributos serán determinados (así como el monto al que ascienden) por el Asesor Fiscal, excepto en el caso de aquellos Titulares que no les corresponda la aplicación de retenciones conforme a la normativa vigente.

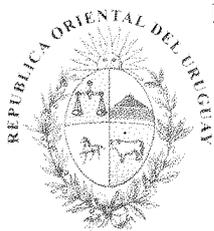
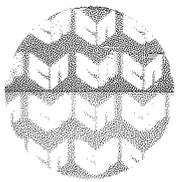
A los efectos de emitir el resguardo por la retención efectuada, el Titular deberá entregar al Fiduciario, un certificado emitido por la Entidad Registrante que confirme su tenencia al momento de la retención.

9.4 Agente de Pago. Los pagos serán realizados por el Agente de Pago, previa provisión de fondos.

Los pagos se realizarán por el Agente de Pago a través de transferencia electrónica a la cuenta indicada por el Titular a tales efectos al momento de anotarse en el Registro, o cualquier otra que informe al Agente de Pago con al menos cinco Días Hábiles de anticipación al pago respectivo. En caso que el Titular cierre la cuenta indicada, llegada la fecha en que deba efectuarse un pago bajo los Certificados de Participación sin que el Titular hubiese informado una nueva cuenta, el Fiduciario estará autorizado a retener los pagos hasta tanto el Titular informe al Fiduciario una nueva cuenta, o podrá consignar los importes acumulados judicialmente, a costo del Titular respectivo. El Fiduciario y el Agente de Pago no asumen responsabilidad alguna ante el Titular o Titulares en caso de que dicha transferencia no fuera posible, o si se produjeran demoras o inconvenientes de cualquier naturaleza durante la transferencia, salvo casos de dolo o culpa grave declarado por una sentencia judicial firme dictada por órgano jurisdiccional competente o laudo arbitral firme dictado por un tribunal competente de los mismos. El Agente de Pago cumplirá con ordenar la transferencia a la cuenta indicada por el Titular, siendo todos los riesgos y costos asociados a la misma de cuenta de dicho Titular.

9.5 No responsabilidad del Fiduciario. Los pagos bajo los Certificados de Participación serán únicamente satisfechos con los activos que forman parte del Patrimonio Fiduciario del Fideicomiso de acuerdo con el artículo 8 de la Ley de Fideicomisos y en todo caso siempre que el mismo sea suficiente conforme a lo previsto en la cláusula 9.1. del presente.

El Fiduciario no asume responsabilidad patrimonial alguna frente a los Titulares, por el incumplimiento en los pagos bajo los Certificados de Participación. Los bienes del Fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del Fideicomiso y por la emisión de los Certificados de Participación.



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

DÉCIMO: Obligaciones, facultades y prohibiciones del Fiduciario.-

10.1 Obligaciones del Fiduciario. El Fiduciario tiene a su cargo las siguientes obligaciones:

- i) Administración del Patrimonio Fiduciario. Administrar el Patrimonio Fiduciario conforme a las disposiciones del presente Contrato y la normativa aplicable.
- ii) Inscripción. Realizar todos los actos que sean necesarios o convenientes a los fines de:
 - a. Registrar el Fideicomiso y los Certificados de Participación en el Registro del Mercado de Valores del BCU y en la Bolsa de Valores de Montevideo, para su oferta pública;
 - b. Inscribir el presente Contrato de Fideicomiso en el Registro Nacional de Actos Personales – Sección Universalidades.
 - c. Realizar la inscripción de los compromisos de compraventa o compraventas de Predios Productivos.
 - d. Controlar que el Aparcero realice la inscripción de los Contratos de Aparcería en el Registro de la Propiedad Inmobiliaria del departamento correspondiente así como cualquier modificación a los mismos, o inscribirlos en caso que aquél incumpla dicha obligación.
 - e. Realizar la inscripción de los Contratos de Prenda de Granos en el Registro de la Propiedad Mobiliaria del Departamento correspondiente, Sección Prenda sin Desplazamiento.
- iii) Emisión de los Certificados de Participación. Emitir los Certificados de Participación de acuerdo a los términos y condiciones establecidos en este Contrato y siempre que se cumplan las condiciones establecidas en la cláusula Quinto, en particular, bajo el punto "Fecha de Emisión".
- iv) Cuentas Fiduciarias. Proceder a la apertura de las Cuentas Fiduciarias, según lo establecido en la cláusula Décimo Primero de este Contrato.
- v) Contabilidad e Inventario. Mantener una contabilidad e inventarios separados de los bienes y derechos que integran el Patrimonio Fiduciario. Los bienes, derechos y obligaciones del Fideicomiso se valuarán de acuerdo a las normas contables aceptadas (NICS) y a las normas que al respecto dicte el BCU.
- vi) Contratos. Celebrar el (los) Contrato(s) de Aparcería, el (los) Contrato(s) de Prenda de Granos, el Contrato de Entidad Registrante, Contrato de Agente de Pago, y en general todo documento que sea necesario para la adquisición de los Predios Productivos así como cualquier otro contrato, convenio o acto que se requieran para el cumplimiento del objeto del Fideicomiso en las condiciones previstas en este Contrato.
- vii) Cumplimiento de la Ley. Cumplir con las normas legales y reglamentarias aplicables a su labor.
- viii) Autorizaciones. Realizar con la colaboración del Agente, todos los actos que le sean requeridos a los efectos de la obtención y/o para mantener vigentes todas las

autorizaciones, aprobaciones, permisos, registros, u actos de cualquier naturaleza que sean necesarios y requeridos por la normativa vigente respecto del Fiduciario en su calidad de tal o para ser titular del derecho de propiedad de Predios Productivos, o para implementar el Plan de Negocios en general (en dicho caso, únicamente respecto a las que la normativa vigente exija en virtud de la calidad de propietario de los Predios Productivos).

- ix) Tasaciones. Obtener en forma anual, una tasación del valor de los Predios Productivos por cualquiera de los Tasadores seleccionados de conformidad con el procedimiento previsto en la cláusula Vigésimo. La tasación deberá ser entregada al Fiduciario dentro del plazo de sesenta días corridos desde la Fecha de Cierre del Ejercicio del Fideicomiso.
- x) Cumplimiento de obligaciones. Cumplir con las obligaciones que le sean impuestas por los contratos que suscriba en el marco del Fideicomiso.
- xi) Rendición de Cuentas. Rendir cuentas al Comité de Vigilancia, Bearing Agro S.A. y a los Titulares sobre su actuación mediante la entrega de los informes y en las condiciones establecidos en la cláusula Décimo Segundo del presente.
- xii) Defensa del Patrimonio Fiduciario. Ejercer todas las acciones y defensas, judicial o extrajudicialmente que correspondan para la defensa del Patrimonio Fiduciario.
- xiii) Liquidación del Patrimonio Fiduciario. Al vencimiento del plazo del Fideicomiso, proceder a la liquidación del Patrimonio Fiduciario, de acuerdo a lo establecido en la cláusula Décimo Noveno del presente o practicar las liquidaciones parciales de conformidad con lo previsto en el presente Contrato.

10.2 Facultades del Fiduciario. A los efectos de dar cumplimiento a los fines del Fideicomiso, el Fiduciario tendrá las más amplias facultades de administración y disposición respecto del Patrimonio Fiduciario. En ese marco, el Fiduciario tiene facultades y atribuciones plenas e irrevocables, a su criterio y sin limitar el carácter de lo ya expresado, para: (a) pagar tributos y gastos de cargo del Fideicomiso; (b) recibir pagos y otorgar recibos; (c) iniciar, proseguir y desistir la tramitación de cualquier acción, juicio o procedimiento en cualquier tribunal judicial, arbitral o administrativo con relación al Patrimonio Fiduciario, incluidos procesos de mediación, conciliación o arbitraje; (d) defender cualquier juicio, acción, procedimiento iniciado contra el Fiduciario en relación al Patrimonio Fiduciario; (e) otorgar mandatos; (f) transar, avenirse o llegar a un arreglo en cualquier procedimiento judicial, arbitral o administrativo y, en relación con ello, efectuar los descargos o liberaciones que el Fiduciario considere apropiado; (g) negociar, celebrar, rescindir, transferir y resolver contratos con el contenido que estime conveniente, obligarse al saneamiento y realizar tradición, aceptar o pedir u ofrecer garantías; (h) realizar las deducciones y retenciones necesarias para sufragar los Gastos del Fideicomiso, incluyendo su propia remuneración; (i) solicitar y contratar asesoramiento, pagando los honorarios razonables que correspondan con cargo al Fideicomiso; (j) realizar todos los actos y otorgar los documentos que sean necesarios para la adquisición y enajenación de los Predios Productivos, así como la obtención de todas las autorizaciones en general necesarias para el cumplimiento de los fines del Fideicomiso; (k) solicitar al Agente, al Aparcero y al Comité de Vigilancia las informaciones que considere necesarias; (l) solicitar créditos por un monto máximo total de capital equivalente al 30% de los activos que integren el Patrimonio Fiduciario, con el fin de afrontar las necesidades de fondeo que requiera el Plan de Negocios; y (m) realizar todos los actos necesarios en el marco de la liquidación del Patrimonio Fiduciario. A los efectos de verificar el límite máximo

Ff N° 809785

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

establecido en el literal (I) de la presente cláusula 10.2, se tendrán en cuenta las últimas tasaciones de los Predios Productivos realizadas de conformidad con la cláusula Vigésimo al momento de otorgamiento del préstamo en cuestión. Los términos y condiciones de cualquier financiamiento solicitado por el Fiduciario por cuenta y orden del Fideicomiso, deberán ser previamente autorizados por el Comité de Vigilancia y por los Titulares de conformidad con la cláusula 17.4.

En caso de duda sobre el curso de acción a seguir, el Fiduciario podrá requerir instrucciones a los Titulares, a cuyos efectos convocará a una Asamblea de Titulares. Queda expresamente aceptado que el Fiduciario no estará obligado a realizar ningún acto hasta tanto no reciba por escrito las instrucciones solicitadas, ni a realizar actos que contravengan la normativa vigente o que a su criterio, puedan hacerlo incurrir en responsabilidad. En caso de que dichas instrucciones no sean recibidas dentro de los treinta (30) días de la fecha en que la Asamblea de Titulares debió tener lugar, el Fiduciario será libre de adoptar el curso de acción que determine, sin incurrir en responsabilidad alguna, salvo que hubiera actuado con dolo o culpa grave, declarada por una sentencia judicial firme dictada por órgano jurisdiccional competente o laudo arbitral firme dictado por un tribunal competente.

Los actos y contratos celebrados por el Fiduciario en infracción a lo establecido en este Contrato, serán inoponibles a los Titulares y Fideicomitentes.

10.3 Prohibiciones del Fiduciario. Quedará prohibido al Fiduciario:

- i) afianzar, avalar o garantizar de algún modo a los Titulares el resultado del Fideicomiso o las operaciones, actos y contratos que realice con el Patrimonio Fiduciario;
- ii) realizar operaciones, actos o contratos con el Patrimonio Fiduciario, en beneficio propio, de sus directores o personal superior o de las personas jurídicas donde éstos tengan una posición de dirección o control;
- iii) realizar cualquier otro acto o negocio jurídico con el Patrimonio Fiduciario respecto del cual tenga un interés propio;
- iv) constituir gravámenes sobre los bienes que integran el Patrimonio Fideicomitado.

DÉCIMO PRIMERO: Cuentas Fiduciarias.-

El Fiduciario, quien administrará los fondos del Fideicomiso en forma exclusiva, deberá proceder a la apertura de las siguientes cuentas bancarias a nombre del Fideicomiso, en una institución de intermediación financiera de plaza:

11.1 Cuenta Recaudadora: son las cuentas en dólares estadounidenses y eventualmente pesos uruguayos en la que se depositarán los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación, así como todos los ingresos del Fideicomiso, incluyendo entre otros, los importes derivados de la comercialización de la Producción Bruta propiedad del Fideicomiso, los ingresos derivados de la enajenación de los Predios Productivos; y con cuyos fondos se soportarán los Gastos del Fideicomiso.

11.2. Cuenta de Gastos: es la cuenta en dólares estadounidenses y eventualmente pesos uruguayos en la que se depositarán todos los montos que sean necesarios para cubrir los Gastos del Fideicomiso. A tales efectos, se transferirán de la Cuenta Recaudadora, anualmente,

los montos incluidos en el Presupuesto Inicial y en el Presupuesto Anual, así como todas las sumas que sean necesarias a los efectos de cubrir la totalidad los gastos que se hubieran efectivamente devengado por el Fideicomiso anualmente, sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula 13.3 del presente en relación al Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras y en relación al Presupuesto de la Inversión en Riego.

11.3 Cuenta Reserva: es la cuenta en que deberá mantenerse depositada la Reserva Contingente o la Reserva Fija, a fin de atender eventuales contingencias fiscales o de cualquier otra naturaleza, que correspondan ser afrontadas por el Patrimonio Fiduciario incluyendo eventuales indemnizaciones que deban abonarse al Fiduciario o al Agente o Aparcero -o en su caso, al Agente/Aparcero Sustituto(s)-, y/o a cualquier Persona Indemnizable conforme a lo previsto en la cláusula 15.4 del presente Contrato.

El Fiduciario deberá fondear la Cuenta Reserva en base al asesoramiento de los Asesores del Fideicomiso.

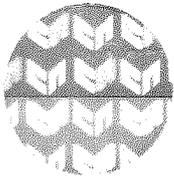
11.4 La Cuenta Recaudadora y la Cuenta de Gastos deberán encontrarse operativas en la Fecha de Emisión de los Certificados de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración. La Cuenta Reserva deberá abrirse en caso de que deban constituirse reservas en las mismas.

11.5 Sujeto a las necesidades de liquidez pertinentes - a los efectos de cumplir con la finalidad del Fideicomiso, en atención a las inversiones en Predios Productivos, los Gastos del Fideicomiso que sean estimados por el Fiduciario y las contingencias respecto de las cuales se deba constituir o recomponer la Reserva Contingente o la Reserva Fija, el Fiduciario podrá invertir total o parcialmente las sumas existentes en las Cuentas Fiduciarias en las siguientes colocaciones financieras, las que en todo caso deberán ser inversiones en instrumentos permitidos a los Fondos de Ahorro Provisional al momento de efectuarse la inversión y acordados en moneda y plazo con las necesidades de utilización de fondos del Fideicomiso:

- i) Valores emitidos por el Estado Uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay.
- ii) Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia.
- iii) Depósitos a plazo en moneda nacional o extranjera en entidades de intermediación financiera locales o certificados de depósito emitidos por tales instituciones, con categoría 1 del BCU.
- iv) Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros del Fondo de Ahorro Previsional.

Las Inversiones Permitidas deberán realizarse conforme a los siguientes lineamientos: a) que sean coherentes con los desembolsos proyectados por el Agente, lo cual será coordinado con éste; b) que se realicen optimizando el impacto fiscal de las mismas, conforme al asesoramiento del Asesor Fiscal en cuanto a la eficacia de las medidas adoptadas para optimizar el impacto fiscal de las inversiones.

El Fiduciario no será responsable frente a los Titulares y/o los Fideicomitentes respecto al resultado de las inversiones, siempre que haya procedido conforme con lo establecido en el presente Contrato de Fideicomiso, salvo culpa grave o dolo.



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

DÉCIMO SEGUNDO: Información a los Titulares. Rendición de Cuentas.-

12.1 El Fiduciario enviará al Comité de Vigilancia y a los Titulares y Bearing Agro S.A. (con relación a éste último en tanto mantenga su calidad de Agento y Aparcero, excepto los informes que sean preparados por éste en dicha calidad)- la siguiente información:

- i) en forma semestral desde la Fecha de Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, dentro de los primeros diez Días Hábiles del mes siguiente al cierre del correspondiente semestre y hasta que se hayan invertido la totalidad de las sumas asignadas para la adquisición de Predios Productivos, conforme a lo establecido en la cláusula 7.2, la siguiente información vinculada al proceso de adquisición de Predios Productivos: a) contratos celebrados a los efectos de la adquisición de Predios Productivos; y b) condiciones en las que fue celebrada la adquisición; c) informes de tasación preparados por los Tasadores previo a la adquisición del correspondiente Predio Productivo. Asimismo, se tendrá a disposición en el domicilio del Fiduciario, todos los informes a que refiere la cláusula 7.3 emitidos con relación a la selección y adquisición de Predios Productivos, así como copias de los contratos celebrados y su inscripción en caso de corresponder;
- ii) dentro de los sesenta días corridos luego del cierre del primer semestre del ejercicio, los estados contables semestrales del Fideicomiso, acompañado de informe de revisión limitada;
- iii) dentro de los noventa días corridos luego del cierre del ejercicio: (a) los estados contables anuales del Fideicomiso acompañados de informe de auditoría externa; (b) las tasaciones anuales respecto de los Predios Productivos, realizada por cualquiera de los Tasadores seleccionados de conformidad con el procedimiento previsto en la cláusula Vigésimo.
- iv) dentro de los diez Días Hábiles de la realización de Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario: (1) los importes obtenidos en virtud de la enajenación del correspondiente Predio Productivo; (2) detalle de los Gastos del Fideicomiso derivados de dicha enajenación y del cual resulta el Precio Neto de Venta del Predio Productivo, los que fueron abonados con los ingresos mencionados en el numeral 1 y/o los fondos de la Cuenta de Gastos, así como aquellos que permanezcan pendientes de pago; (3) recomposición de la Cuenta de Gastos en caso de corresponder en virtud del Presupuesto Anual, (4) contingencias detectadas conforme a los informes de los asesores respectivos y los importes destinados a la de la Cuenta Reserva, en caso de corresponder; (5) las sumas que corresponda pagar a los Titulares conforme a lo previsto en la cláusula 9.1 del presente;
- v) dentro de los noventa Días Hábiles de la culminación del proceso de Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario, estados contables finales a la fecha de liquidación, acompañados de la siguiente información: (1) los importes obtenidos en virtud de la enajenación de los Predios Productivos; (2) detalle de los Gastos del Fideicomiso derivados de dichas enajenaciones y del cual resulta el Precio Neto de Venta de cada Predio Productivo, (3) todos los fondos líquidos que por cualquier concepto existan en el Patrimonio Fiduciario al momento de liquidación del Fideicomiso; (4) los Gastos del Fideicomiso cancelados con los fondos mencionados en el numeral 1 y/o con los fondos de la Cuenta de Gastos, así como aquellos que permanezcan pendientes de pago; (5) los importes afectados a la Reserva Fija; (6) los fondos remanentes a ser distribuidos a los Titulares conforme a lo previsto en la cláusula 9.1;

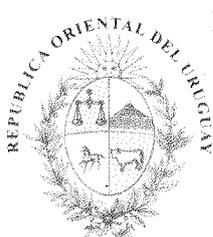
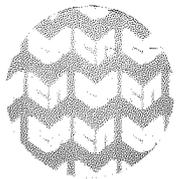
- vi) con una antelación de al menos quince Días Hábiles a las Fechas de Pago respectivas, el monto al que asciendan los Pagos Periódicos, con indicación de la totalidad de los Gastos del Fideicomiso devengados pendientes de pago (y a devengarse hasta la Fecha de Pago), la recomposición de la Cuenta de Gastos de acuerdo a la previsión de Gastos vigente para el año en curso, y las constitución o recomposición de la Reserva Contingente, en base a las contingencias detectadas conforme a los informes de los asesores respectivos.

12.2 Toda la información e informes presentados al Comité de Vigilancia, Titulares y Bearing Agro S.A. (o quien lo sustituya en cualquiera de las calidades previstas en este contrato) en virtud de lo antedicho, así como toda aquella información que en virtud del presente Contrato deba presentar el Fiduciario, al Comité de Vigilancia y/o los Titulares, será enviada a los correspondientes destinatarios, a la dirección de correo electrónico que indiquen al Fiduciario, quedando a su disposición el correspondiente original –en caso de corresponder-, y se considerará una rendición de cuentas respecto de los asuntos respectivos. La misma se considerará aprobada si dentro del plazo de treinta Días Hábiles desde su recepción -o dentro de los plazos expresamente previstos en este Contrato- no se formularan observaciones u objeciones o las mismas fueran subsanadas. En dicho caso, se considerará tácitamente aprobada la gestión del Fiduciario respecto de todas las operaciones o actos informados, sea que los mismos hayan sido ejecutados por el propio Fiduciario o por el Agente o Aparcero, excepto que se hubiera incurrido en falsedad u ocultamiento doloso en la información presentada por parte del Fiduciario. Por tanto, aprobadas las cuentas en forma expresa o tácita, el Fiduciario, quedará libre de toda responsabilidad, frente a Bearing Agro S.A. (o quien lo sustituya en cualquiera de las calidades previstas en este contrato) y a los Titulares actuales o futuros y a todos los demás ante los que se hubieran rendido cuentas, por todos los actos ocurridos durante el período de la rendición de cuentas.

Las objeciones de los Titulares, el Comité de Vigilancia y/o Bearing Agro S.A. (o quien lo sustituya en cualquiera de las calidades previstas en este contrato) deberán ser formuladas por escrito en el plazo mencionado, y estar debidamente fundamentadas, debiendo el Fiduciario, contestar las objeciones en un plazo de diez Días Hábiles de recibidas, prorrogables a solicitud de la parte respectiva, a cuyos efectos podrá solicitar información adicional respecto del punto observado al Fiduciario, Agente o al Aparcero según corresponda. Contestadas las observaciones sin que éste hubiere recibido respuesta de la parte que formuló la observación respectiva dentro del plazo de diez Días Hábiles siguientes, la respuesta se tendrá por satisfactoria, y por ende se tendrá por aceptada la rendición de cuentas practicada por el Fiduciario, liberando de responsabilidad al mismo en los términos antedichos.

12.3 Sin perjuicio de lo anterior, será enviada al Titular que lo solicite, a la dirección de correo electrónico que indiquen al Fiduciario, quedando a su disposición el correspondiente original, cualquier información adicional relativa al Patrimonio Fiduciario, las tasaciones preparados por el Tasador o los informes del Comité de Vigilancia y los informes emitidos por los asesores correspondientes con relación a contingencias. El Fiduciario deberá proveer la información dentro de un plazo de diez Días Hábiles desde que se efectuó la solicitud. En dicho caso, podrán aplicarse cargos razonables por emisión de tal información, con cargo al Patrimonio Fiduciario. Será de aplicación con relación a dicha información lo previsto en la cláusula 12.2 en lo pertinente.

12.4 Asimismo, será enviada al Titular que lo solicite, a la dirección de correo electrónico que indiquen al Fiduciario, quedando a su disposición el correspondiente original,



Ff N° 809787



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

toda la información que en virtud del presente Contrato y contratos conexos al mismo deba presentar el Agente y/o el Aparcero al Fiduciario y/o al Comité de Vigilancia.

12.5 Se deja expresa constancia que para que el Fiduciario pueda remitir a los Titulares cualquier información o documentación prevista en este Contrato o en cualquier contrato conexo al mismo, se requerirá que el respectivo Titular haya relevado a la Entidad Registrante, en forma expresa y por escrito, de su obligación de guardar secreto profesional (artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores). En caso contrario, el Fiduciario cumplirá con dicha obligación, suministrando la respectiva información o documentación, a la Entidad Representante, quien será a su vez responsable de remitir la misma a los Titulares.

DÉCIMO TERCERO: Gastos del Fideicomiso.-

- 13.1 Serán de cargo del Patrimonio Fiduciario todos los gastos, tributos, honorarios y erogaciones derivados de la constitución, implementación y ejecución del Fideicomiso, y para el cumplimiento del Plan de Negocios, incluyendo, pero sin que implique limitación alguna:
- i) costos, gastos, tributos y honorarios derivados de la constitución e inscripción del Fideicomiso así como de los contratos que se otorguen en el marco del mismo (a modo de ejemplo y sin que implique limitación, Contratos de Aparcería, Contratos de Prenda, ante los registros que correspondan;
 - ii) todos los tributos y demás prestaciones de carácter legal, presentes y futuros, nacionales o departamentales, que graven el Patrimonio Fiduciario, las ganancias generadas por el mismo y/o los pagos que deban realizarse en virtud del presente Fideicomiso (incluyendo especialmente y sin perjuicio de otros tributos que correspondan, el Impuesto al Patrimonio y el Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas que deba abonarse en virtud de la enajenación de los Predios Productivos, la Tasa de Control Regulatorio del Sistema Financiero en caso de corresponder), así como cualquier otro que se generen en virtud o en conexión al Fideicomiso. Se deja expresa constancia que comprende todas las sumas (incluyendo las actualizaciones, intereses y penalidades debidas) que deban pagarse a las autoridades tributarias como consecuencia de la aplicación de las respectivas normas tributarias, sus modificaciones, la interpretación de éstas o cualquier determinación realizada por dichas autoridades;
 - iii) gastos, tributos y honorarios derivados de la administración del Patrimonio Fiduciario (sin perjuicio de aquellos relativos a la explotación de los Predios Productivos los que serán en todo caso de cargo del Aparcero, conforme a lo previsto en la cláusula Octavo);
 - iv) costos necesarios para realizar las reparaciones que convengan a la utilidad permanente de los Predios Productivos, así como las reparaciones o mejoras que requiera el inmueble rural para su puesta a punto, a los efectos de encontrarse en óptimas condiciones para el desarrollo de la actividad productiva y para la implementación y funcionamiento de los Sistemas de Riegos;
 - v) las comisiones, gastos y tributos por transferencias interbancarias, costos de apertura y mantenimiento de las Cuentas Fiduciarias y demás gastos bancarios ordinarios de plaza;

- vi) los costos, honorarios profesionales, tasas registrales, tributos y erogaciones en general incurridos en virtud de los Contratos de Prenda de Granos;
- vii) costos, honorarios y tributos abonados por la realización de colocaciones financieras así como la desinversión de tales colocaciones; así como los gastos necesarios para realizar las colocaciones en las Inversiones Financieras, el cobro de sus rentabilidades y depósito en las Cuentas del Fideicomiso, operaciones de rescate o reinversión, o costo financiero incurrido para la mejor administración del Fideicomiso;
- viii) costos, honorarios y tributos derivados de la tramitación y mantenimiento de las autorizaciones, aprobaciones, permisos, u actos de cualquier naturaleza que sean necesarios y requeridos por la normativa vigente o las autoridades competentes, así como aquellos que se exijan en el futuro para cumplir los fines del Fideicomiso, excepto las relativas al uso o goce de los Predios Productivos.
- ix) la remuneración del Fiduciario, de la Entidad Representante, Agente de Pago, Entidad Registrante y el Agente, o la persona designada para participar en las liquidaciones parciales y/o totales;
- x) los honorarios y gastos derivados de la entidad que realice la calificación de riesgo de los Certificados de Participación;
- xi) los honorarios del miembro con aptitud técnica del Comité de Vigilancia;
- xii) aranceles por la cotización de los Certificados de Participación en la BVM;
- xiii) las deducciones referidas en la cláusula 5.6 del presente Contrato;
- xiv) los honorarios profesionales de los Tasadores; de los Auditores, de los Asesores del Fideicomiso, auditorías externas, tasaciones, y otros trabajos que esos profesionales realicen, honorarios profesionales, tributos, costos y otros gastos en que se incurra en el marco de procesos de adquisición o enajenación de los Predios Productivos;
- xv) gastos de publicaciones que deban realizarse en conformidad a la normativa aplicable, incluyendo los gastos razonables de publicación o notificación, convocatoria y realización de las Asambleas de Titulares, de ser necesario;
- xvi) gastos de funcionamiento del Comité de Vigilancia;
- xvii) gastos que se deriven de los informes, comunicaciones, notificaciones que el Fiduciario deba realizar conforme lo establecido en este Contrato;
- xviii) costas y costos, honorarios profesionales y otros gastos en que se incurra en el marco de procesos judiciales o extrajudiciales vinculados al Fideicomiso;
- xix) cualquier gasto o costo en que deba incurrir el Fiduciario para cumplir nuevas exigencias legales o reglamentarias aplicables al Fideicomiso;
- xx) indemnizaciones que por sentencia judicial o laudo arbitral firme se declare deban ser soportadas con cargo al Patrimonio Fiduciario;

Ff N° 809788

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

- xxi) costos derivados de la sustitución del Agente, del Aparcero y/o del Fiduciario según corresponda conforme a este Contrato.
- xxii) Costos y tributos derivados de la Liquidación Total o Parcial del Fideicomiso.

Todos los Gastos del Fideicomiso deberán ser debidamente documentados.

13.2 En ningún caso se le exigirá al Fiduciario realizar los gastos previstos en el presente con fondos de su patrimonio personal, por lo que no asume ni incurre en ningún tipo de responsabilidad al respecto. En caso que por cualquier causa, el Fiduciario aplicara fondos propios para el Fideicomiso, será reembolsado por el Fideicomiso de forma inmediata.

13.3 El Fiduciario y el Agente elaborarán conjuntamente, con el asesoramiento del Asesor Fiscal, los siguientes presupuestos de gastos estimativos: a) dentro del plazo de 30 días corridos desde la Fecha de Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, el Presupuesto Inicial; b) anualmente, dentro del plazo de 30 días desde el tercer cierre de ejercicio, el Presupuesto Anual.

Por su parte, previo a la adquisición del correspondiente Predio Productivo, en concordancia con lo establecido en la cláusula 7.2 del presente, el Agente preparará el Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras y el Presupuesto de la Inversión en Riego.

Los Presupuestos de Gastos deberán ser sometidos a la aprobación del Comité de Vigilancia, dentro de los siguientes plazos: a) el Presupuesto Inicial, dentro del plazo de treinta días corridos desde la designación del Comité de Vigilancia; b) el Presupuesto Anual, anualmente, dentro del plazo de noventa días corridos desde el tercer cierre de ejercicio; c) el Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras y el Presupuesto de la Inversión en Riego, al solicitarse la autorización del Comité de Vigilancia para la adquisición de un inmueble rural.

El Comité de Vigilancia tendrá un plazo de veinte Días Hábiles para analizar cada Presupuesto de Gastos, debiendo comunicar al Fiduciario y al Aparcero, en forma expresa (siendo suficiente una comunicación por correo electrónico), su conformidad u oposición al respectivo presupuesto. En caso que el Comité de Vigilancia no se pronuncie durante dicho plazo, se considerará que ha existido una aprobación tácita del Comité de Vigilancia al correspondiente Presupuesto de Gastos. Para el caso del Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras y el Presupuesto de la Inversión en Riego, los mismos se entenderán aprobados en caso de aprobarse la adquisición del inmueble rural.

Si el Comité de Vigilancia tuviera observaciones en virtud de las cuales se opusiera a la aprobación de los Presupuestos de Gastos, y dichas observaciones no pudieran ser subsanadas, el Fiduciario convocará a una Asamblea de Titulares a efectos de evaluar el curso de acción a seguir.

Una vez aprobado el Presupuesto de Gastos, el Fiduciario transferirá los montos estimados de la Cuenta Recaudadora a la Cuenta de Gastos, sin perjuicio de transferencias adicionales que deban efectuarse, en función de los ajustes a las estimaciones de gastos que pudieran surgir en cada ejercicio. Para el caso específico del Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras y del Presupuesto de la Inversión en Riego, serán admisibles variaciones de hasta un 15% del total presupuestado. En caso de existir desviaciones superiores a ese porcentaje, se deberá solicitar autorización al Comité de Vigilancia para incurrir en tal gasto, a cuyos efectos se deberá presentar un informe formulado por el Agente respecto a las causas que ocasionan tal desviación.

El Comité de Vigilancia tendrá un plazo de veinte Días Hábiles para analizar el informe presentado por el Agente, en el que deberá comunicarle a éste, en forma expresa (siendo suficiente una comunicación por correo electrónico), su conformidad u oposición para la aprobación del gasto. En caso que el Comité de Vigilancia no se pronuncie durante dicho plazo, se considerará que ha existido una aprobación tácita del Comité de Vigilancia al informe presentado por el Agente y por tanto aceptados los gastos adicionales.

Si el Comité de Vigilancia tuviera observaciones en virtud de las cuales se opusiera a la ejecución del gasto, y dichas observaciones no pudieran ser subsanadas por el Agente, el Fiduciario convocará a una Asamblea de Titulares, dentro de un plazo de 10 días hábiles, a efectos de evaluar el curso de acción a seguir.

DÉCIMO CUARTO: Remuneración del Fiduciario.-

14.1 El honorario del Fiduciario serán USD 39.400 + IVA al año, más una tasa efectiva anual del 6% sobre el monto de la garantía depositada en el BCU expresada en Unidades Indexadas a la cotización de la fecha de constitución de la misma, más una tasa efectiva anual del 0,03% anual sobre el monto de la Emisión, el que se facturará en Dólares Americanos. El honorario anual fijo de USD 39.400 más IVA será ajustado en forma anual, conforme al Consumer Index Prince de los Estados Unidos de Norteamérica. En caso de rescisión anticipada del Contrato de Fideicomiso por las causales previstas en la cláusula 4.2, (iii) y (iv), se abonará al Fiduciario la suma equivalente a tres meses de honorarios mensuales, o los meses que resten para completar el plazo del Fideicomiso en caso de ser menos de tres meses.

14.2 Los tributos presentes o futuros que graven dichos pagos, o cualquier otro pago que conforme a lo previsto en el presente Contrato deba realizarse al Fiduciario, o que graven al Fiduciario por la administración del Fideicomiso, incluyendo, sin que implique limitación, la Tasa de Control Regulatorio del Sistema Financiero y excluido el Impuesto a la Renta del Fiduciario constituirán un Gasto del Fideicomiso.

14.3 El Fiduciario continuará percibiendo la retribución prevista en la cláusula 14.1 hasta la culminación del proceso de Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario. El Fiduciario tendrá derecho a percibir las retribuciones previstas en la cláusula 19.2 durante el plazo en que se mantenga la Reserva Fija por el Fiduciario y durante los meses en que el Fiduciario deba efectuar distribuciones de la misma a los Titulares. Asimismo, en caso de renuncia o remoción del Fiduciario, éste continuará percibiendo la remuneración prevista en esta cláusula hasta que el fiduciario sustituto acepte la designación respectiva.

DÉCIMO QUINTO: Responsabilidad del Fiduciario. Indemnidad.-

15.1 Los bienes del Fiduciario no responderán por las obligaciones derivadas del Fideicomiso, ni será el Fiduciario responsable de las mismas. Dichas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes y derechos que conforman el Patrimonio Fiduciario conforme lo dispuesto por la Ley No. 17.703.

15.2 El Fiduciario sólo será responsable por los daños y perjuicios que fueran consecuencia directa de su actuación dolosa o cuando haya incurrido en culpa grave en el cumplimiento de

Ff N° 809789

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

sus deberes y obligaciones bajo el presente Contrato, la cual deberá ser declarada por sentencia judicial firme o un laudo arbitral firme dictado por un tribunal arbitral competente.

15.3 El Fiduciario estará facultado a requerir asesoramiento de terceros en relación a sus obligaciones bajo el presente Contrato, con cargo al Patrimonio Fiduciario, y tendrá el derecho de actuar de conformidad con dicho asesoramiento.

15.4 Indemnidad: (a) El Fiduciario, sus funcionarios, directores, empleados, mandatarios y sus personas controlantes, controladas, sujetos a control común, vinculadas, afiliadas y/o subsidiarias (cualquiera de dichas personas, incluido el Fiduciario en adelante una "Persona Indemnizable") serán indemnizados y mantenidos indemnes por los Titulares con cargo al Patrimonio Fiduciario, respecto de cualquier pérdida, costo, gasto o reclamo, procedimiento o demanda en contra de los mismos como consecuencia, (incluyendo comisiones, honorarios y gastos de asesoramiento legal), que éstos puedan sufrir como consecuencia, en ocasión y/o con motivo del cumplimiento por parte del Fiduciario o cualquier Persona Indemnizable de sus derechos, obligaciones, tareas y funciones bajo el presente Contrato y/o de los actos y/u operaciones contemplados y/o relacionados con el mismo, salvo que la referida pérdida, costo y/o gasto que motiva la pretensión de la Persona Indemnizable de ser indemnizada sea consecuencia de cualquier omisión o acto de dicha Persona Indemnizable al cumplimiento de sus responsabilidades y obligaciones bajo este Contrato como consecuencia del dolo o culpa grave de dicha Persona Indemnizable determinada por una sentencia judicial o laudo arbitral firme dictado por tribunal competente.

(b) Bearing Agro S.A. o quien lo sustituya en cualquier calidad mantendrá indemne al Fiduciario –en forma directa sin importar limitación, por cualquier pérdida, costo, gasto o reclamo de cualquier naturaleza, que una Persona Indemnizable pueda sufrir como consecuencia, en ocasión y/o con motivo de: (i) la información contenida en el Prospecto provista por Bearing Agro S.A., en su calidad de Fideicomitente; (ii) la falta de entrega en debido tiempo y forma de la información que deba entregar al Fiduciario conforme el presente Contrato en cualquier calidad; (iii) de la existencia de cualquier error, omisión o falsedad en la información referida en el punto (ii) entregada a dicha Persona Indemnizable, (iv) del cumplimiento de los procedimientos de difusión de oferta pública y privada previstos por la normativa aplicable, (v) el incumplimiento de obligaciones asumidas por Bearing Agro S.A. o quien lo sustituya en cualquier calidad conforme a lo previsto en el presente Contrato; y siempre que la pérdida, costo, gasto o reclamo no derive del dolo o culpa grave de la Persona Indemnizable.

El Agente Sustituto y/o el (los) Aparcero(s) Sustituto(s), mantendrán indemne al Fiduciario –en forma directa sin importar limitación, por cualquier pérdida, costo, gasto o reclamo de cualquier naturaleza, que una Persona Indemnizable pueda sufrir como consecuencia, en ocasión y/o con motivo de los supuestos previstos en los numerales (ii), (iii) y (v) anteriores, en su calidad de Agente o Aparcero del Fideicomiso.

(c) Las indemnidades pactadas en la presente cláusula se mantendrán en vigencia hasta la prescripción de las acciones para reclamar los pagos debidos por los conceptos antes mencionados, aun cuando la prescripción de dichas acciones opere con posterioridad al vencimiento del plazo de vigencia del Fideicomiso Financiero o su efectiva liquidación y aún ante un supuesto de renuncia o remoción del Fiduciario.

La obligación de indemnidad permanecerá en vigencia incluso luego de la renuncia o remoción del Fiduciario y hasta que las eventuales contingencias que dieran lugar a reclamar dicha indemnización hayan prescrito conforme a la ley uruguaya, aun cuando la prescripción de

dichas acciones opere con posterioridad al vencimiento del plazo de vigencia del Fideicomiso o su efectiva liquidación.

(d) El Fiduciario, por cuenta propia o de la Persona Indemnizable de que se trate, notificará inmediatamente a Bearing Agro S.A. o quien lo sustituya en cualquier calidad y Titulares por escrito sobre cualquier responsabilidad y/o daño conforme a la presente cláusula, actual o potencial, y suministrará a esas partes, con la mayor brevedad posible, toda la información y una copia simple de toda la documentación en poder del Fiduciario relativas al supuesto previsto en el presente cláusula que hubiera dado derecho a la Persona Indemnizable de que se trate a ser indemnizada por Bearing Agro S.A. o quien lo sustituya en cualquier calidad y/o con cargo al Patrimonio Fiduciario.

(e) Si en cualquier momento cualquier compromiso, obligación, o deber de indemnidad bajo el presente Contrato fuera declarado o deviniera ineficaz, nulo, inválido o inexigible de cualquier forma, ello constituirá justa causa de renuncia del Fiduciario. Dichos compromisos, obligaciones y deberes de indemnidad se mantendrán vigentes en favor del Fiduciario y de cualquier Persona Indemnizable por todo el plazo de prescripción legal de los derechos y acciones en que se pueda fundar un reclamo al Fiduciario y/o a cualquier Persona Indemnizable y aún ante un supuesto de renuncia o remoción del Fiduciario.

(f) El Fiduciario destinará a la Cuenta Reserva las sumas equivalentes a las que los Asesores del Fideicomiso recomienden provisionar a fin de atender a los daños, perjuicios y otros conceptos en razón de reclamos y/o acciones interpuestas contra cualquier Persona Indemnizable. A estos efectos, la Cuenta Reserva será fondeada con importes provenientes de la Cuenta Recaudadora. El Fiduciario, en el supuesto de no ser indemnizado por Bearing Agro S.A. o quien lo sustituya en cualquier calidad en los casos que corresponda por cuenta propia o de cualquier Persona Indemnizable, tendrá derecho a cobrarse de los fondos depositados en la Cuenta Reserva. La suma depositada en la Cuenta Reserva podrá ser invertida en Inversiones Permitidas, correspondiendo a la Cuenta Reserva las utilidades que dichas inversiones generen, salvo en el supuesto que dichas utilidades superen total o parcialmente las provisiones por los reclamos y/o acciones indicadas en la presente cláusula, caso en el cual deberán transferirse inmediatamente a la Cuenta Recaudadora.

En cualquiera de los supuestos de extinción del Fideicomiso, el Fiduciario llevará a cabo la Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario de conformidad con lo previsto en el presente Contrato, con excepción de la Cuenta Reserva

DÉCIMO SEXTO: Cese del Fiduciario.-

16.1 El Fiduciario cesará en su actuación en los siguientes casos:

- i) Remoción: Por remoción que deberá ser resuelta por Mayoría Especial de Titulares en la Asamblea de Titulares sujeta a la existencia de justa causa. Se entenderá que la justa causa se encuentra configurada, en caso de incumplimiento grave del Fiduciario de sus obligaciones bajo el presente Contrato por dolo o culpa grave si dicho incumplimiento no fuera subsanado dentro de los treinta Días Hábiles siguientes a la recepción de la comunicación cursada por los Titulares o Bearing Agro S.A., de dicho incumplimiento por parte del Fiduciario. Las notificaciones que deberán realizarse en el marco de esta cláusula deberán expresar cuál es la alegada justa causa, explicando suficientemente y debiendo en todo caso incluir prueba en la que se funde los supuestos actos u omisiones del Fiduciario que en opinión de los Titulares constituyen dicho



Ff N° 809790



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

incumplimiento grave. La remoción no conferirá al Fiduciario derecho a ser indemnizado. Sin perjuicio de lo antes dicho, el Fiduciario deberá ser indemnizado por los daños y perjuicios que le fueran ocasionados, con cargo al Patrimonio Fiduciario, en caso que una sentencia judicial firme o un laudo arbitral firme dictado por tribunal competente, determine que el incumplimiento grave de sus obligaciones bajo este Contrato por dolo o culpa grave del Fiduciario, respecto de los incumplimientos alegados para la remoción, no fue tal.

Asimismo, los Titulares reunidos en asamblea, por el voto conforme de al menos 2 (dos) Titulares que representen la Mayoría Especial, podrán resolver la remoción del Fiduciario mediante resolución fundada, sin que medie justa causa, abonando una indemnización equivalente a la remuneración total anual del Fiduciario prevista en la cláusula 14.1 (sin perjuicio de la remuneración devengada hasta la efectiva remoción). La asamblea respectiva deberá ser convocada con una anticipación previa de al menos sesenta días corridos, notificando al Fiduciario de la asamblea y el fundamento de la remoción, a los efectos de adoptar las medidas que considere convenientes para evitarla; el Fiduciario tendrá derecho a asistir a la asamblea, con voz pero sin voto. Resuelta la remoción en Asamblea, la misma será efectiva sesenta días corridos después de la resolución respectiva, debiéndose abonar la indemnización así como cualquier otra suma adeudada al Fiduciario dentro de dicho plazo.

- ii) Renuncia. Por renuncia del Fiduciario, que podrá verificarse sin responsabilidad en caso de justa causa, entendiéndose por tal las siguientes, sin perjuicio de las demás previstas en el presente Contrato: a) la imposición de cualquier impuesto o carga que grave al Fiduciario y/o las ganancias generadas por el mismo, y que a criterio del Fiduciario torne inconveniente continuar su actividad; b) la sanción de leyes, decreto, reglamentos u otra normativa que a criterio del Fiduciario torne imposible o más gravosa la continuación de su actividad como Fiduciario del Fideicomiso; c) en caso que la Asamblea de Titulares resuelva la prórroga del Fideicomiso, de conformidad con lo establecido en la cláusula 4.3 del presente Contrato; d) si la Asamblea de Titulares resolviera modificaciones a las condiciones de emisión de los Certificados de Participación o del Plan de Negocios o las metas previstas en la cláusula 7.2 de este Contrato, y dicha modificación hiciera más gravosas las obligaciones del Fiduciario, aspecto que deberá ser fundamentado por el Fiduciario; e) en caso de incumplimientos graves del Aparcero o el Agente (o sus sustitutos) de sus obligaciones bajo el presente Contrato que impidieran al Fiduciario cumplir con sus obligaciones y dicho incumplimiento no fuera remediado dentro del plazo de treinta Días Hábiles desde la intimación del Fiduciario o si dentro del plazo de sesenta Días Hábiles desde la intimación, la Asamblea de Titulares no adoptara medidas para subsanar dicho incumplimiento; f) si el Patrimonio Fiduciario no fuere suficiente para pagar la remuneración del Fiduciario, conforme a lo previsto en el artículo 22 literal e) de la Ley de Fideicomisos, así como por cualquier otra causal de renuncia prevista legalmente; g) en caso que el Comité de Vigilancia no sea constituido, o que luego de su constitución se encuentre desintegrado total o parcialmente, por cualquier causa, de modo que no pueda adoptar resoluciones válidas. ; h) en caso que la Mayoría Especial de Titulares no resolviera sobre la forma de administración y liquidación del patrimonio, en el caso de insuficiencia del patrimonio del fideicomiso financiero para dar cumplimiento a las obligaciones contraídas por el fiduciario frente a terceros, o en el caso de otras contingencias que pudieran afectar dicho cumplimiento, conforme a lo previsto en los artículos 31 y 32 de la Ley de Fideicomisos.

A los efectos de hacer efectiva su renuncia, el Fiduciario deberá convocar a una Asamblea de Titulares con una antelación mínima de al menos sesenta días corridos de antelación en la cual comunicará a los Titulares la misma.

La renuncia del Fiduciario en los términos antes mencionados no dará derecho a los Titulares a reclamar la devolución de suma alguna pagada como retribución por sus servicios, ni dará derecho al cobro de indemnización alguna a favor de los Titulares, Aparcero, Agente y/o Bearing Agro S.A. o cualquier otro Fideicomitente.

- iii) Disolución o concurso. Por disolución o concurso del Fiduciario, en el entendido que la ley aplicable así lo admitiera.
- iv) Pérdida de autorizaciones. En caso que el BCU revocara la autorización para ser Fiduciario Financiero.

16.2 En cualquiera de las situaciones previstas en la cláusula 16.1 la Asamblea de Titulares deberá designar por Mayoría Especial dentro de los sesenta días corridos de producida dicha circunstancia, un fiduciario sustituto y comunicar al Fiduciario dicha designación. Dentro del plazo de treinta días corridos desde la realización de dicha comunicación el Fiduciario deberá otorgar y realizar las notificaciones, instrucciones y demás documentos requeridos para hacer efectiva la transferencia del Patrimonio Fiduciario al fiduciario sucesor.

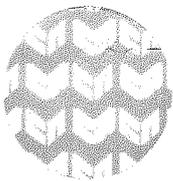
16.3 Si la Asamblea de Titulares omitiera designar a un nuevo fiduciario dentro del plazo señalado en la cláusula 16.2 que antecede, el fiduciario sustituto podrá ser designado por Bearing Agro S.A. en su calidad de Fideicomitente de conformidad con lo previsto en el Artículo 14 de la Ley de Fideicomisos, dentro del plazo de diez Días Hábiles desde que los Titulares debieron adoptar dicha resolución. En caso que Bearing Agro S.A. en su calidad de Fideicomitente no designara al Fiduciario sustituto en dicho plazo, el Fiduciario podrá solicitar al juzgado competente de la ciudad de Montevideo, la designación de un nuevo fiduciario que se desempeñe en tal papel hasta que otro sea designado, poniendo el Patrimonio Fiduciario a disposición de los Titulares de Certificados de Participación en el Juzgado. El fiduciario designado por los Titulares, Bearing Agro S.A. o el tribunal competente reemplazará inmediatamente al Fiduciario luego de que haya aceptado la designación. La responsabilidad del Fiduciario cesará en vez que el fiduciario sustituto designado por los Titulares o Bearing Agro S.A. acepte el cargo, o una vez que el Fiduciario solicite al Juez competente su designación.

El Fiduciario deberá entregar al fiduciario sustituto o al juez competente, según sea el caso, un balance de cierre de su actuación como Fiduciario, a la fecha en que se haga efectivo su cese.

16.4 Los tributos, costos y/o gastos y honorarios que se generen por la sustitución del Fiduciario, incluso los derivados de las transmisiones patrimoniales al fiduciario sustituto o su consignación al Juez competente serán de cargo del Patrimonio Fiduciario, excepto en los supuestos de remoción del Fiduciario por justa causa.

DÉCIMO SÉPTIMO: Asamblea de Titulares.-

17.1 Forma de actuación de los Titulares. (a) Actuación en Asamblea: Cualquier solicitud, requerimiento, autorización, instrucción, noticia, consentimiento, decisión y otra acción establecida en este Contrato de Fideicomiso, en el Contrato de Entidad Representante y/o en los Documentos de Emisión de los Certificados de Participación o en cualquier otro contrato



Ff N° 809791



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

relacionado con la emisión como correspondiendo a los Titulares será adoptada en Asamblea de Titulares. En el eventual caso de que no coincidan los roles de Entidad Representante y Entidad Registrante en una misma entidad, la Entidad Registrante queda expresamente autorizada a proporcionar a la Entidad Representante una nómina de los nombres y domicilios registrados de los Titulares, a efectos que la Entidad Representante pueda convocar a los Titulares a Asamblea de Titulares. Al adquirir los Certificados de Participación los Titulares reconocen y aceptan expresamente que la Entidad Registrante estará autorizada a otorgar dicha información con el alcance previsto en el presente literal, relevándolo expresamente de la obligación de secreto profesional/bancario según sea aplicable. (b) Prueba de la decisión adoptada por los Titulares. La suscripción de cualquier instrumento por parte de un Titular o su apoderado se podrá probar por cualquier medio satisfactorio para la Entidad Representante y el Fiduciario.

17.2 Asambleas de Titulares. (a) Solicitud de Convocatoria: En cualquier momento el Fiduciario, la Entidad Representante o Titulares que representen al menos el 10% (diez por ciento) del total del valor nominal de los Certificados de Participación emitidos y en circulación podrán convocar una asamblea de Titulares a través de la Entidad Representante, en cuyo caso, la Entidad Representante la convocará dentro del plazo máximo de sesenta días corridos de recibida la solicitud o en los plazos en particular se dispongan en el presente Contrato. (b) Fecha y lugar de las asambleas: Las asambleas tendrán lugar en la ciudad de Montevideo en el lugar que la Entidad Representante determine y en cuanto a su constitución y funcionamiento para adoptar resoluciones se aplicarán las disposiciones sobre asambleas de accionistas establecidas en la Ley N° 16.060 (arts. 345, 346, 347), en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en este Contrato o en el Contrato de Entidad Representante. La Entidad Representante estará facultada para convocar asambleas con una anticipación menor a la detallada en los referidos artículos, cuando las circunstancias así lo exijan- (c) Día de cierre de registro. La Entidad Representante podrá establecer un día de cierre de registro de los Titulares, a fin de determinar la identidad de los mismos. (d) Formalidades de la convocatoria: La Entidad Representante podrá apartarse de los requisitos formales de convocatoria a asambleas de Titulares, y adoptar los criterios, normas y decisiones que a su exclusivo criterio sean razonables y en el mejor interés de los Titulares en su conjunto y aunque pudiese no serlos para uno o varios Titulares en particular, cuando se reúnan los Titulares que representen la totalidad de los Certificados de Participación emitidos y en circulación.

17.3 Desarrollo de las Asambleas. (a) Asistencia: Las únicas personas que estarán facultadas para asistir a las Asambleas, serán los Titulares que se encuentren registrados, los representantes del Fiduciario (y sus asesores), del Agente (y sus asesores), del Aparcero (y sus asesores),—el Agente y Aparcero en la medida que sean citados por el Fiduciario, lo cual necesariamente ocurrirá cuando deban resolverse cuestiones que obligatoriamente requieran su consentimiento- de la Entidad Representante, del Agente de Pago, de la Entidad Registrante, del Comité de Vigilancia, de la Bolsa en la que los Certificados de Participación coticen, del Banco Central del Uruguay y los asesores o terceros que la Entidad Representante razonablemente y a su exclusivo criterio acepte que asistan. (b) Presidencia de la asamblea: Las asambleas serán presididas por la Entidad Representante (en adelante, el "Presidente de la Asamblea"). (c) Procedimiento para el desarrollo de la asamblea: La Entidad Representante tendrá plenas y amplias facultades para resolver en forma inapelable cualquier duda o controversia que se plantee respecto al procedimiento para llevar a cabo la asamblea, pudiendo reglamentar su funcionamiento en cualquier momento, incluso durante el desarrollo de la asamblea, y sin que tal reglamentación, decisión o interpretación sea un precedente para otras situaciones en la misma asamblea ni para asambleas futuras, conservando la Entidad Representante en todos los casos las más amplias facultades de decisión inapelables. La Entidad Representante podrá disponer, entre otros aspectos, que una votación sea secreta. (d)

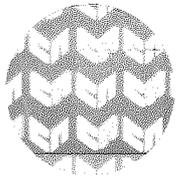
Quórum de asistencia: El quórum de asistencia requerido para que la asamblea sesione válidamente será de Titulares que representen un porcentaje del valor nominal de los Certificados de Participación emitidos y en circulación al día de la asamblea o al día de cierre de registro de la asamblea si fuera anterior, si lo hubiere, que sea igual o mayor al porcentaje del valor nominal que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen. Se deja expresa constancia de que el Fiduciario o sus accionistas, empresas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 pueden tener participación en las asambleas por los Certificados de Participación de las que sean titulares, pero las mismas no serán computadas a los efectos del quórum para sesionar ni tendrán derecho de voto, conforme lo establecido en el literal f de la presente cláusula (e)

Mayorías: Toda resolución de Titulares se adoptará por el voto conforme de Titulares cuyos Certificados de Participación representen en conjunto un valor nominal superior al 50% del valor nominal de los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha de la asamblea o al día de cierre de registro de la asamblea si fuera anterior, excepto que otras disposiciones de este Contrato, del Contrato de Entidad Representante o del Documento de Emisión respectivo o, de cualquier otro contrato vinculado a la emisión requieran una mayoría superior.

(f) Derecho a voto: Tendrán derecho a voto aquellos Titulares que estén debidamente registrados como titulares de Certificados de Participación según el registro llevado por la Entidad Registrante. Cada Certificado de Participación dará derecho a un voto. No se computará a los efectos del quórum para sesionar ni tendrán derecho de voto los Certificados de Participación propiedad del Agente/Aparcero (o sus sustitutos), o sus accionistas, empresas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 o cualquiera de las Personas Claves, en las Asambleas de Titulares que resuelvan: i) la remoción del Agente y la designación de los integrantes del Comité de Vigilancia y las cuestiones inherentes a su funcionamiento; ii) la remoción del Aparcero; iii) aprobar modificaciones al Plan de Negocios y/o a(l) (los) Contrato(s) de Aparcería para recomponer su ecuación económica-financiera, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del presente; y v) en general, cualquier otra que implique la consideración de la eventual responsabilidad del Agente/Aparcero. La Entidad Representante podrá exigirle al Agente y/o Aparcero y a las Personas Claves que declaren por escrito y bajo su responsabilidad si ha adquirido, directa o indirectamente, Certificados de Participación o si está en conocimiento de que lo hayan hecho sus accionistas, vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 y que indique su monto. También podrá exigirles a los Titulares que declaren bajo su responsabilidad si están incluidos en la situación prevista en las normas referidas precedentemente.

(g) Obligatoriedad de las resoluciones de las Asambleas: Toda decisión adoptada en una Asamblea regularmente por el voto de Titulares que representen las mayorías requeridas para dicha decisión, conforme a los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha de la asamblea o al día de cierre de registro de la asamblea si fuera anterior, será obligatoria para todos los Titulares, aún para los ausentes o disidentes y futuros.

17.4 Competencia de las Asambleas. (a) Competencia. La Asamblea tendrá competencia para adoptar resolución sobre cualquier asunto contenido en el orden del día. La Asamblea de Titulares, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Certificados de Participación representen en su conjunto un valor nominal superior al 75% del total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha de la asamblea o al día de cierre de registro de la asamblea si fuera anterior, podrá resolver las siguientes cuestiones, sin perjuicio de las demás que surjan del presente contrato: (i) resolver modificaciones en las Fechas de Integración para la Integración Diferida, de conformidad con lo establecido en la cláusula 5.2 del presente; (ii) consagrar la forma de enajenación de los bienes del Patrimonio Fiduciario mediante la aprobación de los planes de liquidación preparados por el Agente; (iii) aprobar la extinción anticipada y la prórroga del plazo del Fideicomiso; (iv) resolver Liquidaciones



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

Parciales del Patrimonio Fiduciario en caso de resolverse la prórroga del Fideicomiso; (v) disponer la remoción del Agente y la designación del Agente Sustituto conforme a lo establecido en la cláusula 6.5 y 6.7 de este Contrato; (vi) disponer la rescisión de los Contratos de Aparcería en los supuestos establecidos en la cláusula 8.11 y la designación del (los) Aparcero(s) Sustituto(s) conforme a lo previsto en la cláusula 8.12; (vii) resolver la sustitución de la Entidad Representante; (viii) disponer la remoción del Fiduciario en las condiciones previstas en la cláusula 16.1 de este Contrato y la designación del fiduciario sustituto; (ix) decidir respecto del veto a la modificación de las metas previstas en la cláusula 7.2 de este Contrato; (x) resolver la forma de administración y liquidación del Patrimonio Fiduciario o la extinción del Fideicomiso, en el supuesto de insuficiencia patrimonial, conforme a lo previsto en los artículos 31 y 32 literal g) de la Ley de Fideicomisos; (x) aprobar modificaciones al Plan de Negocios y/o a(l) (los) Contrato(s) de Aparcería para recomponer su ecuación económica-financiera, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del presente; y (xi) modificar las condiciones de emisión de los Certificados de Participación únicamente en cuanto a la reducción de cualquier pago que deba efectuarse bajo los Certificados de Participación. (b) Consentimiento del Aparcero: Adicionalmente requerirán el consentimiento del Aparcero, las resoluciones de la Asamblea de Titulares que dispongan o afecten según el caso: (i) la extinción anticipada o prórroga del Contrato de Fideicomiso por circunstancias no previstas en la cláusula 4.2 y 4.3 del presente; (ii) las Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario fuera de las hipótesis de prórroga del Fideicomiso según lo establecido en la cláusula 4.3; (iii) el derecho del Aparcero de obtener la renovación de los Contratos de Aparcería en el marco de lo dispuesto en la cláusula 4.3; las resoluciones de la Asamblea de Titulares en relación a estas cuestiones que no cuenten con el consentimiento del Aparcero le serán inoponibles a éste último; (c) Restricciones: i) Las Asambleas de Titulares no podrán adoptar una resolución o actuar unilateralmente de forma tal que la resolución adoptada o la actuación unilateral se oponga, contradiga o incumpla lo pactado en el presente Contrato, en los Contratos de Aparcería, en el Contrato de Entidad Representante, en los Documentos de Emisión, en el Contrato de Agente de Pago, en el Contrato de Entidad Registrante o en los demás contratos relacionados con la emisión de los Certificados de Participación. El Fiduciario o la Entidad Representante podrán (pero no estarán obligados a ello) en una Asamblea, dejar constancia de su opinión respecto de si una resolución o acción se opone, contradice o viola lo allí pactado, dejando a salvo su responsabilidad. La Asamblea de Titulares no podrá resolver modificaciones al presente Contrato, sin el previo consentimiento del Fiduciario y/o Bearing Agro S.A. en la medida que afecte sus derechos u obligaciones.

DÉCIMO OCTAVO: Comité de Vigilancia.-

18.1 Designación. A efectos de contralor del cumplimiento de las obligaciones asumidas por el Agente, el Aparcero y del desarrollo del Plan de Negocios, se constituirá el Comité de Vigilancia cuyos miembros iniciales deberán ser designados por la Asamblea de Titulares por Mayoría Absoluta dentro de un plazo de cuarenta y cinco días corridos de la emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración.

El Comité de Vigilancia estará compuesto por hasta 3 miembros representantes de los Titulares, debiendo al menos uno de los miembros del Comité de Vigilancia tener aptitud técnica y experiencia para el cumplimiento de las tareas encomendadas.

No podrán integrar el Comité de Vigilancia Personas Vinculadas al Fiduciario, al Agente (o al Agente Sustituto), al Aparcero (o Aparcero Sustituto) ni personas sobre quienes se acredite la existencia de un conflicto de interés respecto a los mismos.

La participación del Comité de Vigilancia (incluso en forma tácita) de conformidad con lo dispuesto en el presente Contrato no eximirá al Agente ni al Aparcero de sus responsabilidades en los términos previstos en las cláusulas 6.8 y 8.13 del presente.

18.2 Remuneración. Los miembros del Comité de Vigilancia durarán 1 año en sus cargos, siendo dichos cargos renovados automáticamente en forma anual, salvo remoción o sustitución resuelta por Mayoría Absoluta de Titulares reunidos en Asamblea. Los cargos serán honorarios, excepto el miembro con aptitud técnica que podrá ser remunerado.

En oportunidad de su constitución y en cada oportunidad de que se renueven sus miembros, deberá aprobarse el presupuesto de ingresos y gastos del Comité de Vigilancia y un Protocolo de Fiscalización, que incluirá las tareas de fiscalización y auditorías técnicas a realizarse por el Comité de Vigilancia a los efectos de la verificación de las plantaciones y cosechas realizadas y el área productiva efectivamente afectada a cada cultivo in situ (esto es, en los Predios Productivos), o la actividad ganadera u otra, para la determinación de la Producción Bruta, la verificación de la Inversión en Riego, entre otras (el "Protocolo de Fiscalización").

A tales efectos, el Comité de Vigilancia electo deberá formular el presupuesto y Protocolo de Fiscalización y someter los mismos a aprobación de la Mayoría Absoluta de Titulares reunidos en Asamblea. El Protocolo de Fiscalización deberá ser aprobado además por el Fiduciario. Cada presupuesto de ingresos y gastos del Comité de Vigilancia, deberá ser enviado al Fiduciario dentro del plazo de cinco Días Hábiles de su resolución en la Asamblea respectiva y el mismo se mantendrá vigente salvo modificación resuelta por Mayoría Absoluta de Titulares reunidos en Asamblea. Cualquiera de los miembros del Comité, los Beneficiarios Mayoritarios o el Fiduciario podrán sugerir las revisiones y modificaciones al Protocolo de Fiscalización que estimen convenientes en cualquier momento, las que deberán ser aprobadas conforme a lo antedicho.

18.3 Sesiones. Quórum. Decisiones. El Comité de Vigilancia se reunirá a solicitud de cualquiera de sus integrantes o por la iniciativa de Titulares que representen al menos el 50 % del valor nominal de Certificados de Participación emitidos y en circulación (sin perjuicio de lo previsto en la cláusula 17.3 f) numerales i y ii) o a instancia del Fiduciario. Sesionará con la presencia de la mayoría absoluta de sus miembros y las decisiones se adoptarán por mayoría simple de los miembros presentes.

18.4 Atribuciones. Serán atribuciones del Comité de Vigilancia, sin perjuicio de las demás que surjan del presente Contrato:

- i) Verificar el cumplimiento razonable del proceso de selección de los Predios Productivos.
- ii) Emitir una opinión expresa y por escrito respecto a la conveniencia de modificar las metas en cuanto al plazo para la adquisición de los Predios Productivos establecidas en la cláusula 7.2.
- iii) Verificar la planificación agronómica incluyendo el análisis de la planificación y el paquete tecnológico a aplicar (labores, agroquímicos, semillas, fertilizantes, etc.) propuestos por el Aparcero. Dicha verificación se realizará en el momento de la constitución del presente Fideicomiso y el resultado de la misma será plasmado en un informe técnico que será entregado por el Comité de Vigilancia al Fiduciario dentro de los diez Días Hábiles de concluida la verificación. Asimismo, deberá aprobar los planes de uso de suelos formulados por el Aparcero, previa presentación ante las autoridades competentes.
- iv) Controlar el cumplimiento razonable de las obligaciones del Aparcero establecidas en

Ff N° 809793

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

la cláusula 8.1 del presente y del Contrato de Aparcería.

- v) Presentar al Fiduciario y a los Titulares, dentro del plazo de treinta días corridos desde la finalización del trimestre un informe trimestral detallando las tareas de fiscalización realizadas durante el trimestre anterior.
- vi) Validar los rindes obtenidos informados por el Aparcero en cumplimiento del Plan de Negocios, lo cual deberá realizar trimestralmente.
- vii) Verificar que el Aparcero cumpla en forma razonable con las normas aplicables para el manejo y cuidado de recursos naturales renovables y con las obligaciones específicas establecidas en los Contratos de Aparcería en cuanto al uso de suelos.
- viii) Verificar que el Aparcero cumpla en forma razonable con mantener los Sistemas de Riego.
- ix) Evaluar la razonabilidad de los seguros contratados por el Aparcero.
- x) Emitir el pronunciamiento requerido en la cláusula 20.1 del presente en ocasión de la enajenación de los Predios Productivos.
- xi) Evaluar todos los informes que en virtud del presente contrato le sean remitidos.
- xii) Solicitar la información que estime conveniente al Fiduciario, al Agente, al Aparcero, y a(l) (los) Tasador(es) en el marco de sus obligaciones.
- xiii) Aprobar los Presupuestos de Gastos presentados por el Fiduciario y/o el Agente según corresponda.

Para el cumplimiento de sus funciones, los miembros del Comité de Vigilancia tendrán las más amplias facultades de inspección, de revisión, auditoria, consulta, solicitudes de aclaración o ampliación respecto de la información presentada, relacionadas con las actividades desarrolladas por el Agente, el Aparcero, el (los) Tasador(es) y/o el Fiduciario. A tales efectos, estará habilitado a contratar profesionales idóneos a fin de que los asista en el contralor de los asuntos de su competencia.

Asimismo, el Fiduciario podrá requerir al Comité de Vigilancia las inspecciones, revisiones, informes, aclaraciones, ampliaciones en relación al cumplimiento de sus funciones.

18.5 Los miembros del Comité de Vigilancia están obligados a guardar reserva respecto de toda la información del Fideicomiso, Agente, Aparcero, Fiduciario y/o Tasador a que tengan acceso en razón de su cargo, no rigiendo dicha reserva respecto a la información que brinden a los Titulares.

DÉCIMO NOVENO: Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario.-

19.1 En cualquiera de los supuestos de extinción del Fideicomiso establecidos en la cláusula Cuarto del presente, el Fiduciario procederá a la Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario, con excepción de la Cuenta Reserva.

Para la realización de los bienes del Fideicomiso, la Asamblea de Titulares resolverá la participación del Agente o la designación de un tercero idóneo a efectos de asesorar y actuar en forma coordinada con el Fiduciario en dicho proceso, de conformidad con lo establecido en la cláusula 6.3 del presente.

La persona designada a dichos efectos, preparará dentro del plazo de sesenta días corridos desde su designación, un plan de liquidación de Predios Productivos y demás bienes que conforman el Patrimonio Fiduciario, el cual será sometido a la aprobación de la Mayoría Especial de Titulares y el Fiduciario, quien deberá llevar adelante su ejecución en coordinación y con el asesoramiento del Agente o el tercero designado a tales efectos. El plan de

liquidación podrá contemplar la enajenación individual o en bloque de los Predios Productivos y los demás bienes en función de las condiciones del mercado en ese momento, en procura del mayor beneficio para los Titulares.

El plan de liquidación deberá incluir un procedimiento competitivo y transparente a los efectos de obtener el mayor beneficio económico posible por la enajenación de los Predios Productivos y demás bienes, sobre la base de al menos el 90% del valor de tasación de los bienes respectivos, de acuerdo a la última tasación anual vigente. De acuerdo a las condiciones de mercado vigentes al momento de la Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario, el Fiduciario podrá solicitar opinión al Comité de Vigilancia respecto a la necesidad de actualizar la tasación de los Predios Productivos previo a iniciar dicho proceso, estándose a lo que el Comité de Vigilancia resuelva.

El Fiduciario, actuando en forma coordinada y con el asesoramiento de la persona encomendada a tales efectos, deberá implementar el plan de liquidación, de conformidad con los términos y condiciones que hayan sido aprobados por Mayoría Especial de Titulares reunidos en asamblea y el propio Fiduciario.

Las ofertas de compra (cualquiera sea la forma que disponga en el Plan de Liquidación para su recepción) deberán incluir las condiciones de la transacción, el precio, las garantías y demás términos de la contratación, y en todo caso deberán cumplir con los demás requisitos previstos el plan de liquidación en las condiciones aprobadas por los Titulares y el Fiduciario. En el plazo de diez Días Hábiles desde la recepción de una oferta de compra formal, la persona encomendada para asesorar respecto del proceso de liquidación, deberá emitir un informe suficientemente fundado, que será notificado al Comité de Vigilancia, con copia al Fiduciario, en el que expondrá los fundamentos por los cuales recomienda o no dicha enajenación.

El Comité de Vigilancia tendrá un plazo de veinte Días Hábiles para analizar el informe presentado por la persona encomendada para asesorar respecto del proceso de liquidación, en el que deberá comunicarle a éste y al Fiduciario, en forma expresa y por escrito debidamente fundado, su conformidad u oposición a la enajenación de(l) (los) inmueble(s) propuesto(s). En caso que el Comité de Vigilancia no se pronuncie durante dicho plazo, se considerará que ha existido un rechazo del Comité de Vigilancia al informe presentado y por tanto de la propuesta de enajenación.

Sin perjuicio de la idoneidad técnica del Comité de Vigilancia respecto de la aprobación u oposición de la enajenación respectiva, el Fiduciario deberá dentro del plazo de veinte Días Hábiles referido, verificar el cumplimiento de los requisitos formales previstos en el presente Contrato y el Plan de Liquidación, pudiendo formular las observaciones que considerare pertinentes.

Si el informe del Comité de Vigilancia fuere favorable a la enajenación y verificados los requisitos formales previstos en el presente Contrato y el Plan de Liquidación, el Fiduciario en forma coordinada con la persona encomendada para asistir y asesorar en el proceso de liquidación deberá iniciar los trámites para la enajenación de los Predios Productivos identificados. En ese marco, deberá ofrecerse el Predio Productivo al Instituto Nacional de Comercialización (en caso que correspondiera conforme lo dispone la Ley de Colonización) y obtenerse cualquier documentación o autorización que sea necesaria o aplicable. El Fiduciario, asistido por la persona encomendada para asistir y asesorar en el proceso de liquidación, y con el asesoramiento del Asesor Legal -excepto no conformidad por escrito y expresa del Fiduciario con relación a los mismos por razón fundada- deberá realizar todos los actos necesarios para la concreción de la enajenación, en los términos aprobados por el Comité de Vigilancia. Si por el

Ff N° 809794

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

contrario el Comité de Vigilancia se opusiera a la propuesta de enajenación, y si dichas observaciones no pudieran ser subsanadas a criterio exclusivo y fundado del Comité de Vigilancia, o en virtud de que las mismas no se ajusten al plan de liquidación aprobado por los Titulares, no se podrá proceder a la enajenación, y deberá seguirse las directrices contenidas en plan de liquidación. El Comité de Vigilancia podrá acordar con la persona encomendada para asistir y asesorar en el proceso de liquidación el procedimiento para subsanar las observaciones que a su juicio obstan a la enajenación de(l) (los) inmueble(s) respectivo(s), debiendo en todo caso dar cuenta de ello al Fiduciario y siempre de conformidad con lo previsto en el plan de liquidación aprobado. En dicho caso, la persona encomendada para asistir y asesorar en el proceso de liquidación deberá emitir un nuevo informe en el que consten las condiciones definitivas de la enajenación acordadas con el Comité de Vigilancia, el cual deberá ser notificado al Fiduciario.

19.2 En ocasión de la Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario, el Fiduciario, con el asesoramiento de los Asesores del Fideicomiso, constituirá una Reserva Fija con fondos procedentes del patrimonio del Fideicomiso, para hacer frente al pago de: i) los tributos aplicables al Fideicomiso que se devenguen hasta su extinción total, si los hubiere o pudiere haberlos y que fueran determinados o determinables a la fecha de su liquidación o extinción, y siempre que exista duda razonable sobre la aplicación de dichos tributos debido a la interpretación conflictiva de normas particulares al respecto, conforme a la evaluación que respecto de los mismos hagan los Asesores del Fideicomiso; (ii) eventuales contingencias fiscales o de cualquier otra naturaleza que correspondan ser afrontadas por el Patrimonio Fiduciario, incluyendo eventuales indemnizaciones que deban abonarse al Fiduciario o al Agente o Aparcero -o en su caso, al Agente/Aparcero Sustituto(s)-, y/o cualquier Persona Indemnizable conforme a lo previsto en la cláusula 15.4 del Contrato de Fideicomiso, y (iii) todo y cualquier otro Gasto del Fideicomiso que el Fiduciario razonablemente determine que serán generados por la existencia del Fideicomiso hasta su efectiva liquidación (incluyendo, pero no limitado a, los gastos y honorarios legales que ocasione la defensa de cualquier contingencia), y/o por la administración de la Reserva Fija.

El monto de la Reserva Fija estará constituida por dos partidas: (i) la suma preceptiva de USD 200.000 (Dólares Estadounidenses doscientos mil), más (ii) las sumas que los Asesores del Fideicomiso recomienden provisionar a fin de hacer frente al pago de eventuales contingencias de cualquier tipo (incluyendo eventuales indemnizaciones que deban abonarse al Fiduciario o demás Personas Indemnizables, conforme a lo previsto en la cláusula 15) que pudieran recaer sobre el Patrimonio Fiduciario.

La Reserva Fija será mantenida por el Fiduciario por el plazo de (a) con relación a la cantidad prevista en el numeral (i) precedente, por el término de prescripción que resulte aplicable conforme lo dispuesto en la legislación tributaria o laboral (el que sea mayor al momento de realizar la constitución de la Reserva Fija) en función de lo que sea determinado por los Asesores del Fideicomiso, y (b) con relación a la cantidad prevista en el numeral (ii) precedente, por el plazo de prescripción aplicable a la contingencia de que se trate en función de lo que sea determinado por los Asesores del Fideicomiso; todo ello sin perjuicio de la previa deducción de los Gastos del Fideicomiso que se estimen hasta la efectiva liquidación y extinción del Fideicomiso y/o de la Reserva Fija, incluyendo la remuneración del Fiduciario.

El Fiduciario tendrá derecho a percibir durante el plazo en que se mantenga la Reserva Fija por el Fiduciario, una remuneración a ser convenida con la Mayoría Absoluta de Titulares. Sin perjuicio de lo anterior, se conviene desde ya que durante los meses en que el Fiduciario deba efectuar distribuciones a los Titulares de acuerdo a lo dispuesto a continuación, el Fiduciario tendrá derecho a la remuneración prevista en la cláusula 14.1 del presente a prorrata de los

meses que correspondan. Asimismo en el supuesto que correspondiese mantener en el Banco Central del Uruguay la garantía requerida por la normativa vigente, el costo financiero por dicho mantenimiento será deducido de la Reserva Fija.

Ante cada liberación de fondos de la Reserva Fija conforme lo antedicho, los fondos serán distribuidos a los Titulares, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos.

19.3 Dentro del plazo de noventa Días Hábiles desde la culminación del Proceso de Liquidación Total del Fideicomiso, esto es, de liquidados todos los bienes y derechos que conforman el Patrimonio Fiduciario, recibidos los pagos correspondientes por el Fiduciario por la enajenación de los Predios Productivos y demás bienes que conforman el Patrimonio Fiduciario, cancelados todos los Gastos del Fideicomiso, y deducidos los montos destinados a constituir la Reserva Fija, el Fiduciario deberá preparar los estados contables de cierre a la fecha de liquidación, así como la demás información prevista en la cláusula 12.1.v) del presente. Los Pagos por Liquidación Total se realizarán en las fechas y condiciones previstas en la cláusula 9.1. del presente Contrato.

Sin perjuicio de la Liquidación Total del Fideicomiso, la Reserva Fija será administrada por el Fiduciario hasta su total cancelación, período durante el cual el Fiduciario mantendrá todos los derechos y obligaciones que el presente Contrato le confieren.

Al momento de finalizarse el proceso de Liquidación Total del Fideicomiso, el Fiduciario deberá requerir a la Entidad Registrante el detalle de Titulares a los efectos de los eventuales pagos que deban efectuarse a los mismos, en virtud de la cancelación de la Reserva Fija. Se deja expresa constancia que todos los Gastos del Fideicomiso que se devenguen desde la finalización del proceso de Liquidación Total del Fideicomiso hasta la extinción total del mismo y/o la Reserva Fija según corresponda, serán soportados por la Cuenta Reserva.

Los derechos de cobro de los Titulares estarán en todo caso, sujetos al cobro de los créditos por parte de la totalidad de los acreedores del Fideicomiso, cuyos créditos se originen en Gastos del Fideicomiso.

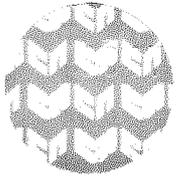
VIGÉSIMO: Tasaciones.-

20.1 Todas las tasaciones que correspondan en virtud de este Contrato deberán ser realizadas por tasadores que serán propuestos por el Agente o los Titulares y aprobados por el Comité de Vigilancia dentro del plazo de cuarenta y cinco días corridos desde la emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración. Los Tasadores deberán tener aptitud técnica y experiencia en la valuación de inversiones rurales y de riego.

20.2 No podrá actuar como Tasador Personas Vinculadas al Fiduciario, al Agente (o al Agente Sustituto) o al Aparcero (o Aparcero Sustituto) ni personas que quienes se acredite la existencia de un conflicto de interés respecto a los mismos.

VIGÉSIMO PRIMERO: Mora automática. Tolerancia.-

21.1 Se pacta la mora automática, la cual operará por el simple incumplimiento de cualquiera de las obligaciones previstas en el presente Contrato de Fideicomiso, sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial de especie alguna (sin perjuicio de las hipótesis en que



Ff N° 809795



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

se diera un plazo para subsanar el incumplimiento). En lo que respecto al pago del precio bajo los Contratos de Aparcería, el Aparcero incurrirá en mora por la falta del pago del mismo luego de pasados treinta (30) días inmediatos siguientes a la intimación judicial que se le efectúe específicamente al efecto, la cual no podrá ser hecha sino quince días después de aquel en que el pago debió efectuarse (art. 46 del Decreto Ley 14.384).

21.2 Ninguna demora u omisión en el ejercicio de cualquier derecho, facultad o recurso resultante del presente Contrato perjudicará los derechos, facultades o recursos del Fideicomiso, ni podrá interpretarse como renuncia de los mismos.

VIGÉSIMO SEGUNDO: Ley aplicable. Arbitraje.-

22.1 Este Contrato de Fideicomiso se regirá para todos sus efectos legales, por las leyes de la República Oriental del Uruguay.

22.2 Todas las diferencias, desavenencias y/o controversias que se produzcan entre las partes, y que tengan relación o se deriven de este Contrato, serán resueltas en arbitraje, observándose, tanto para la designación de los árbitros como para el procedimiento arbitral, las disposiciones contenidas en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje, Corte de Arbitraje Internacional para el Mercosur de la Bolsa de Comercio del Uruguay. El lugar o sede del arbitraje será en Montevideo, Uruguay y el idioma en que deberá desarrollarse el procedimiento arbitral será el español. El número de árbitros será de tres. Los árbitros fallarán sobre el fondo del asunto de acuerdo la ley de la República Oriental del Uruguay y no fallarán por equidad.

VIGÉSIMO TERCERO: Notificaciones.-

23.1 Toda notificación deberá realizarse por medios fehacientes en los domicilios constituidos, considerándose medios fehacientes, entre otros, el telegrama colacionado con aviso de entrega, cartas certificadas con acuse de recibo y las cartas que fueran firmadas por quien recibe la carta dejando constancia del nombre y cargo de quien la recibe. Para el caso de las notificaciones que conforme a este contrato correspondan bajo correo electrónico, las mismas se realizarán en las siguientes direcciones de correo electrónico:

Fiduciario: Martín Improta: Martin.Improta@TMF-Group.com y sfs.uruguay@TMF-Group.com

Agente/Aparcero: Francisco R. Pitt fpitt@bearingagro.com
Enrique Garbino egarbino@bearingagro.com
Michael Stewart Bearing Agro
mstewart@bearingagro.com

Titulares: A las direcciones de correo electrónico que indiquen en el Registro.

23.2 El período de tiempo dentro del cual debe darse una respuesta o realizarse una determinada acción en relación a la notificación o comunicación recibida empezará a correr a partir del Día Hábil siguiente al de su recepción, si el plazo fuera establecido en Días Hábiles, o a partir del día siguiente a su recepción, si el plazo fuera establecido en días corridos.

VIGESIMO CUARTO: Condición resolutoria expresa.-

El presente Contrato se resolverá de pleno derecho y sin responsabilidad para las partes, (i) en caso que no se obtuviera la autorización del BCU para oferta pública dentro del plazo de 24 meses desde la suscripción del presente; (ii) en caso que transcurrido el plazo de 60 días corridos desde la obtención de la autorización del BCU para oferta pública, no se realizara la emisión de los Certificados de Participación.

VIGÉSIMO QUINTO: Certificación de firmas y protocolización.-

Las partes requieren la certificación de sus firmas y la protocolización de este Contrato.

VIGÉSIMO SEXTO: Otorgamiento.-

Para constancia, se firman tres ejemplares de un mismo tenor, en el lugar y fecha indicados.

p. Bearing Agro S.A.

Firma:



Aclaración: Carlos Enrique Garbino

Firma:



Aclaración: Francisco Rodríguez Pitt

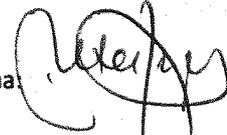
p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Firma:



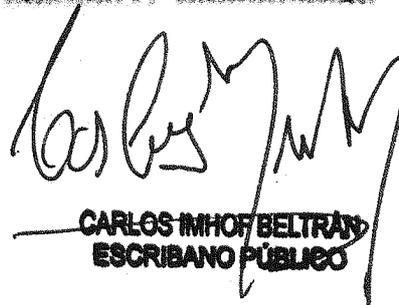
Aclaración: Pablo González

Firma:

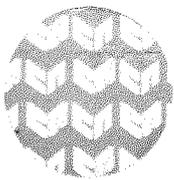


Aclaración: Martín Improta

Original E.C. Papel Notarial
Serie FC N° 595318



CARLOS IMHOF BELTRÁN
ESCRIBANO PÚBLICO

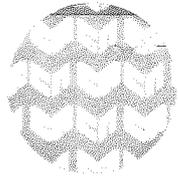


ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN, ESCRIBANO PUBLICO, CERTIFICO

QUE: I) Las firmas que lucen en el instrumento privado de Contrato de Fideicomiso Financiero de fecha 15 de marzo de 2016 que antecede, son auténticas y fueron puestas en mi presencia por las personas hábiles y de mi conocimiento, los señores **Carlos Enrique GARBINO NOCETI**, oriental, mayor de edad, titular del documento de identidad número 1.935.137-5, con domicilio en la calle Clemente Pradines 1746 de la ciudad de Montevideo y **Francisco RODRIGUEZ PITT**, de nacionalidad argentino, titular del Documento Nacional de Identidad argentino número 30978878, con domicilio en la calle Dr. Alejandro Schroeder 6558 de la ciudad de Montevideo, en sus calidades de Directores, en nombre y representación de **BEARING AGRO S.A.**; y los señores **Pablo GONZALEZ**, titular de la cédula de identidad número 2.916.114-0 y **Martín IMPROTA**, titular de la cédula de identidad número 3.101.204-0, en su calidad de mandatarios en nombre y representación de **TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A.**; a quienes previa lectura que del referido instrumento les efectué, así lo otorgaron y suscribieron ante mí, expresando hacerlo con sus firmas habituales. II) **BEARING AGRO SOCIEDAD ANONIMA:** a) es persona jurídica vigente, con domicilio en Montevideo y sede actual en la calle Dr. Alejandro Schroeder 6558. b) Su Estatuto fue otorgado el día 20 de mayo de 2011, según instrumento privado cuyas firmas fueron certificadas por la Escribana Nancy Beatriz Rodríguez García, aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el día 7 de junio de 2011 y cuyo primer testimonio de protocolización fue inscripto ante el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio el día 22 de junio de 2011 con el número 9469; debidamente publicado en el Diario Oficial y el Periódico

Montevideo Judicial. **c)** La sociedad se encuentra inscrita en el Registro Único Tributario a cargo de la Dirección General Impositiva con el número **21 673515 0019**; **d)** El Administrador, el Presidente o cualquier Vicepresidente en forma indistinta o dos cualesquiera de los directores actuando estos últimos conjuntamente, representan válida y legalmente a la sociedad con amplias facultades; todo de acuerdo a lo que surge del artículo 12 del estatuto social. De acuerdo a lo que surge del libro de Actas de Asamblea y de Actas de Directorio de dicha sociedad, que tengo a la vista, fueron designados como Presidente del Directorio el señor Michael Timothy STEWART y como Directores los nombrados Carlos Enrique GARBINO NOCETI y Francisco RODRIGUEZ PITT, cargos que se encuentran vigentes a la fecha. En consecuencia los comparecientes nombrados tienen facultades suficientes para este otorgamiento. **e)** Según instrumento privado cuyas firmas certificó y protocolizó el suscrito escribano, la sociedad cumplió con la Declaratoria dispuesta por el artículo 13 de la Ley 17.904, cuyo primer testimonio de protocolización fue inscripto en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio con el número 111526/2015 el primero de octubre de 2015. **f)** Según actas de directorio de la sociedad de fechas 5 de diciembre de 2014 y 14 de marzo de 2016 que tuve a la vista, el Directorio de la Sociedad aprobó el otorgamiento del presente contrato de Fideicomiso Financiero. **g)** La sociedad tiene su capital accionario representado por títulos nominativos, de acuerdo a lo establecido por su estatuto, por lo que no le corresponde realizar la Declaración Jurada a Banco Central del Uruguay de acuerdo a lo dispuesto por el Decreto 247/2012 en la redacción dada por el artículo 2 del Decreto 24/2013. **III) TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISOS S.A.** (antes: EQUITY TRUST



Ff N° 809797



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. y antes ABN AMOR BANK ASSET MANAGEMENT URUGUAY SOCIEDAD ANÓNIMA ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN): **a)** es persona jurídica hábil y vigente, con domicilio en la ciudad de Montevideo y se encuentra inscrita en el Registro Único de Contribuyentes con el número **213957430013**. Fue constituida según estatuto de fecha 29 de setiembre de 1998, 10 de diciembre de 1998 y 5 de febrero de 1999, aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el primero de marzo de 1999, inscripto en el Registro Nacional de Comercio el 4 de marzo de 1999 con el número 369 al folio 509 del libro 2 y publicado en el Diario Español el 17 de marzo de 1999 y en el Diario Oficial el 18 de marzo de 1999. **b)** Por Acta de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 22 de julio de 2005, se resolvió modificar su denominación por EQUITY TRUST URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el primero de noviembre de 2005, inscripta en el Registro de Personas Jurídicas, Sección Comercio el 17 de noviembre de 2005 con el número 9935 y publicada en el Diario Oficial y en la Gaceta Comercial el primero de diciembre de 2005. **c)** Por Acta de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 3 de julio de 2012, se resolvió modificar su denominación por TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el 12 de enero de 2013, inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio el 25 de febrero de 2013 con el número 4138 y publicada en el Diario Oficial y en El Redactor el 3 de abril de 2013. **d)** De conformidad con lo dispuesto por el artículo 13 de la Ley 17.904, la sociedad

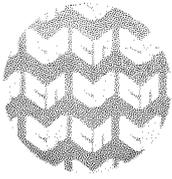
comunicó su actual Directorio al Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio por documento inscripto el 12 de julio de 2012 con el número 10.622.

e) La sociedad tiene su capital accionario representado por títulos nominativos, de acuerdo a lo establecido por su estatuto, por lo que no le corresponde realizar la Declaración Jurada a Banco Central del Uruguay de acuerdo a lo dispuesto por el Decreto 247/2012 en la redacción dada por el artículo 2 del Decreto 24/2013. f) Según actas de Directorio de la sociedad de fechas 25 de noviembre de 2014 y 14 de marzo de 2016 que tuve a la vista, el Directorio de la Sociedad aprobó el otorgamiento del presente contrato de Fideicomiso Financiero. g) Los apoderados Martín IMPROTA y Pablo GONZÁLEZ actúan según Mandato

General de Administración, Afectación y Disposición otorgado por TMF URUUGAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISOS S.A. en la ciudad de Montevideo el día 25 de junio de 2015 ante la escribana Jimena Lanzani, el que se encuentra vigente al día de la fecha. De dicho instrumento surge que los apoderados nombrados, actuando conjuntamente, tiene facultades suficientes para este otorgamiento. **EN FE DE**

ELLO, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante el Banco Central del Uruguay y demás Oficinas que correspondan, expido el presente en dos hojas de papel notarial de actuación de la serie Fc números 575318 y 575319 que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el día quince de marzo de dos mil dieciséis. HAY UN SIGNO NOTARIAL. CARLOS IMHOF. ESCRIBANO.-

PROTOCOLIZACION PRECEPTIVA DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO.- En la ciudad de Montevideo, el quince de marzo de dos mil dieciséis, en cumplimiento de lo solicitado por BEARING AGRO S.A., y de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 292 de la Ley 18.362 y de la Acordada



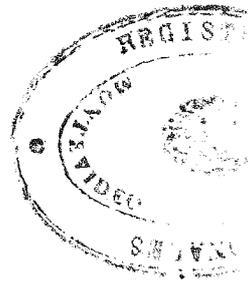
ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

7533, procedo a incorporar a mi Registro de Protocolizaciones del presente año, los siguientes documentos: a) instrumento privado de Contrato de Fideicomiso Financiero de fecha 15 de marzo de 2016, otorgado por BEARING AGRO S.A. y TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. con su certificación notarial de firmas expedida por el suscrito escribano; y b) la presente acta de protocolización; todo lo cual verifico con el número uno, del folio uno al folio treinta y cuatro. Esta protocolización no tiene referencia por tratarse de la primera que se verifica en este Registro de Protocolizaciones.- HAY UN SIGNO NOTARIAL. CARLOS IMHOF. ESCRIBANO

ES UNO DE LOS DOS PRIMEROS TESTIMONIOS que he compulsado de la Protocolización de Documento Privado con firmas certificadas y Acta que verifiqué con el número uno. **EN FE DE ELLO** para **TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A.;** expido el presente en treinta y siete Papeles Notariales de Actuación de la Serie Ff números 809765 a 809798, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el día diecisiete de marzo de dos mil dieciséis.



**CARLOS IMHOF BELTRAN
ESCRIBANO PÚBLICO**



MINISTERIO DE EDUCACION Y CULTURA
DIRECCION GENERAL DE REGISTROS

26304052

dir

mec
MINISTERIO DE EDUCACION Y CULTURA

NRO.31256

INSCRIPTO CON EL NRO.31256, en el:
REGISTRO NACIONAL DE ACTOS PERSONALES, el dia y hora 26/07/2016 10:30:15, el documento cuyas
caracteristicas se indican:

Escribano/Emisor:
IMHOF BELTRAN CARLOS AUGUSTO

FIDEICOMISO
Calificacion: DEFINITIVO

A los solos efectos de ligar el documento que antecede con la presente, se indica:

fideicomitente
BEARING AGRO SA RUT: 216735150019
Fiduciario
TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISOS SA
RUT: 215314520016

Amparado en Reserva de Prioridad [], de Nombre [] Nro. _____ de fecha _____

Acto Condicional. Se presentó Reserva de Prioridad Nro. _____ de fecha _____

Control fiscal:

Ley 16170 art.626 recibo Nro. _____ de fecha _____

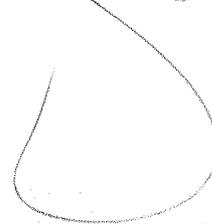
Monto Tasa Registral: 2530


Firma Registrador

PRORROGADA: _____

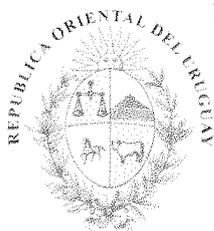
CADUCA: _____

DEFINITIVA: _____



Firma Registrador





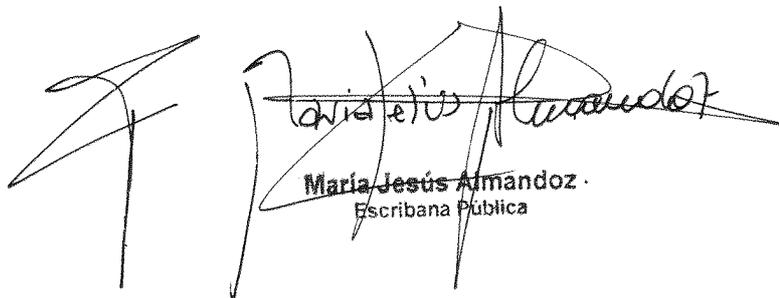
Fg N° 775718



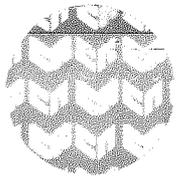
ESC. MARÍA JESÚS ALMANDOZ GARCÍA - 16238/1

MARÍA JESÚS ALMANDOZ GARCÍA, ESCRIBANA PÚBLICA,

CERTIFICO QUE: La constancia prescripta por el artículo 108 de la Recopilación de Normas de Mercado de Valores fue estampada por el Banco Central del Uruguay en la Modificación de Contrato de Fideicomiso de fecha primero de junio de 2016, cuya inscripción se solicita en forma simultánea. Dicha modificación fue considerada por el Banco Central de Uruguay conjuntamente con el Contrato de Fideicomiso de fecha 15 de marzo de 2016 y Modificación de Contrato de Fideicomiso de fecha 25 de abril de 2016. EN FE DE ELLO, a solicitud de parte interesada, y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente que sello, signo y firmo en Montevideo el veinticinco de julio del año dos mil dieciséis.



María Jesús Almandoz
Escribana Pública



Ff N° 809799



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

En la ciudad de Montevideo, con fecha 25 de abril de 2016 entre,

POR UNA PARTE

BEARING AGRO S.A., inscrita en el RUT con el número 216735150019, con domicilio en Dr. Alejandro Schroeder 6558 de esta ciudad, representada en este acto por Carlos Enrique Garbino, titular de la cédula de identidad número 1.935.137-5 y Francisco Rodríguez Pitt, titular del DNI número 30.978.878 en su calidad de directores; y

POR OTRA PARTE:

TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A., inscrita en el RUT con el número 215314520016, con domicilio en Andes 1365 p.14 de esta ciudad, representada en este acto por Martin Improta, titular de la cédula de identidad número 3.101.204-0, y Pablo González, titular de la cédula de identidad número 2.916.114-0, en su calidad de apoderados;

convienen en celebrar el presente acuerdo de Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero, conforme a los siguientes términos y condiciones.

PRIMERO: Antecedentes.-

1.1 Con fecha 15 de marzo de 2016 las partes otorgaron un Contrato de Fideicomiso Financiero, por el cual se constituyó un fideicomiso financiero de oferta pública denominado "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas" (en adelante el "Contrato de Fideicomiso").

1.2 Con fecha 22 de marzo de 2016, las partes presentaron el Contrato de Fideicomiso ante el Banco Central del Uruguay, a efectos de solicitar la autorización para la oferta pública e inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia de Servicios Financieros los Certificados de Participación emitidos por el "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas".

1.3 Es intención de las partes ajustar la retribución establecida en la cláusula 6.3 del Contrato de Fideicomiso y asimismo corregir errores detectados en la redacción de las cláusulas 7.3, 8.10 y 16.3, a través de una enmienda al mismo, según los términos y condiciones del presente documento.

1.4 Los términos en mayúscula tendrán el significado asignado en el Contrato de Fideicomiso.

SEGUNDO: Objeto. Modificación del Contrato.

De conformidad con lo anterior, las partes acuerdan las siguientes modificaciones:

2.1 Modificar la cláusula 6.3 del Contrato de Fideicomiso en lo que respecta a la remuneración del Agente, la cual quedará redactada de la siguiente forma:

"6.3 Retribución del Agente. El Agente (o el Agente Sustituto, en su caso) percibirá únicamente una retribución por el cumplimiento de todas las actividades descritas en la cláusula 6.1 del presente, que estará asociada a las adquisiciones de Predios Productivos en los que efectivamente participe.

La retribución a ser abonada al Agente, o a quien éste designe (o al Agente Sustituto, en su caso) será de USD 100.000 más IVA, por concepto de honorarios por la identificación y selección de la totalidad de los Predios Productivos que fuera posible adquirir con los fondos estimados en la cláusula 7.1, de conformidad con el Protocolo de Selección de Campos, incluyendo el asesoramiento necesario a fin de determinar el cumplimiento de las especificaciones requeridas en la cláusula 7.1 del presente y el Plan de Negocios. Dicha suma será pagadera en tres cuotas iguales: (i) la primera, en ocasión de la adquisición del primer Predio Productivo que se concrete (ya sea por la ejecución de la promesa o directamente mediante una compraventa definitiva); (ii) la segunda, cuando se hayan adquirido Predios Productivos (ya sea por la ejecución de promesas o directamente mediante una compraventa definitiva) que representen la inversión de al menos el 50% de los fondos estimados para la adquisición y puesta a punto de Predios Productivos conforme lo señalado en la cláusula 7.1 del presente Contrato; y (iii) la tercera, cuando se hayan adquirido la totalidad de los Predios Productivos que sea posible con los fondos estimados para la adquisición según lo señalado en la cláusula 7.1. En caso de sustitución del Agente previo a la adquisición de la totalidad de los Predios Productivos que fuera posible adquirir, la retribución del mismo se prorrateará según el porcentaje de fondos efectivamente invertidos, pero en ningún caso el Agente devolverá suma alguna de lo que hubiese percibido en virtud de los pagos efectuados conforme a lo convenido arriba.

Adicionalmente, en ocasión de la adquisición de cada Predio Productivo (ya sea con la ejecución de promesas o directamente mediante una compraventa definitiva), el Agente percibirá hasta 0.50% más IVA, calculado sobre el Precio de Compraventa del correspondiente Predio Productivo, por concepto de costos incurridos en el análisis de la aptitud de riego de los Predios Productivos, en cuyo caso, el Agente entregará al Fiduciario copia de la factura que acredita el correspondiente costo.

No se incluye dentro de la retribución del Agente (o del Agente Sustituto) los impuestos aplicables a la operación de adquisición de los Predios Productivos (a título de ejemplo, el Impuesto a las Trasmisiones Patrimoniales) que deban ser soportados por el adquirente del Predio Productivo bajo las normas tributarias vigentes al momento de realizarse la adquisición, los cuales serán de cargo del Fideicomiso y por ende Gastos del

Ff N° 809800

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

Fideicomiso.

En ocasión de la enajenación de Predios Productivos –ya sea en los supuestos de Liquidación Parcial o Liquidación Total-, la Asamblea de Titulares y el Agente podrán acordar la participación de este último para la asistencia al Fiduciario en dicho proceso de venta. A tales efectos, el Agente deberá someter para la aprobación de la Asamblea de Titulares, el correspondiente presupuesto de honorarios y gastos. De no acordarse con el Agente, la Asamblea de Titulares deberá aprobar la designación de un tercero idóneo para ese fin, así como sus honorarios. La Asamblea de Titulares podrá delegar en el Comité de Vigilancia la resolución de estas cuestiones.”

2.2 Corregir el numeral vii) de la cláusula 7.3, el cual quedará redactado de la siguiente forma:

“vii) identificación del propietario, incluyendo una declaración jurada de Bearing Agro S.A., Agente y el Aparcero en la que se declare expresamente si se trata o no de Personas Vinculadas a éstos en los términos del presente contrato; y en caso que sea vinculada, fundamentar las características por las que es beneficioso para el Fideicomiso su adquisición.”

2.3 Corregir la redacción del numeral i) de la cláusula 8.10, el cual quedará redactado de la siguiente forma:

- “*
- i) *en forma trimestral desde la celebración del primer Contrato de Aparcería, dentro de los primeros diez Días Hábiles del mes siguiente al cierre del correspondiente trimestre, un informe de gestión sobre: (a) plantaciones realizadas y evolución trimestral de los cultivos, con indicación del área productiva afectada a cada cultivo; (b) cosechas realizadas; c) documentación contractual de la que surjan los términos y condiciones de comercialización de las cosechas realizadas por el Aparcero, con indicación del precio, fecha de pago prevista, facturas respectivas, y acreditar la instrucción de pago en la Cuenta Recaudadora; d) seguros contratados de corresponder adjuntando pólizas; e) declaración respecto de si se está realizando actividad ganadera o cualquier otra actividad; f) información respecto a los avances de la Inversión en Riego y al mantenimiento realizado a los Sistemas de Riego.*

La verificación de las plantaciones y cosechas realizadas y el área productiva efectivamente afectada a cada cultivo in situ (esto es, en los Predios Productivos), así como la actividad ganadera u otra, y las condiciones de la comercialización, la verificación de la Inversión en Riego, es competencia del Comité de Vigilancia, que deberá reportar al Fiduciario las tareas de fiscalización llevadas a cabo a esos efectos, conforme al Protocolo de Fiscalización; lo antedicho es sin perjuicio de la obligación del Fiduciario de velar por el cumplimiento de las obligaciones pactadas y tomar las medidas que entienda pertinentes en caso de incumplimiento, para salvaguardar el patrimonio fiduciario. El Fiduciario deberá verificar los pagos recibidos por la

comercialización con relación a la documentación prevista en el literal (c) precedente.”

2.4 Modificar la cláusula 16.3, la cual quedará redactada de la siguiente forma:

“16.3 Si la Asamblea de Titulares omitiera designar a un nuevo fiduciario dentro del plazo señalado en la cláusula 16.2 que antecede, el fiduciario sustituto podrá ser designado por Bearing Agro S.A. en su calidad de Fideicomitente de conformidad con lo previsto en el Artículo 14 de la Ley de Fideicomisos, dentro del plazo de diez Días Hábiles desde que los Titulares debieron adoptar dicha resolución. En caso que Bearing Agro S.A. en su calidad de Fideicomitente no designara al Fiduciario sustituto en dicho plazo, el Fiduciario podrá solicitar al juzgado competente de la ciudad de Montevideo, la designación de un nuevo fiduciario que se desempeñe en tal papel hasta que otro sea designado, poniendo el Patrimonio Fiduciario a disposición de los Titulares de Certificados de Participación reunidos en Asamblea de Titulares. El fiduciario designado por los Titulares, Bearing Agro S.A. o el tribunal competente reemplazará inmediatamente al Fiduciario luego de que haya aceptado la designación. La responsabilidad del Fiduciario cesará en vez que el fiduciario sustituto designado por los Titulares o Bearing Agro S.A. acepte el cargo, o una vez que el Fiduciario solicite al Juez competente su designación.

El Fiduciario deberá entregar al fiduciario sustituto o a la Entidad Representante en Asamblea de Titulares, según sea el caso, un balance de cierre de su actuación como Fiduciario, a la fecha en que se haga efectivo su cese.”

TERCERO: Única modificación.-

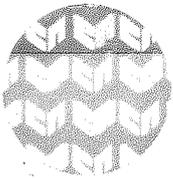
Las partes expresamente acuerdan que las modificaciones señaladas en la cláusula anterior son las únicas modificaciones que se hacen al Contrato de Fideicomiso, que permanecerá vigente en todos sus términos con excepción de lo señalado precedentemente.

CUARTO: Declaración.-

En este mismo acto, las partes declaran que el Contrato de Fideicomiso Financiero suscrito con fecha 15 de marzo de 2016 con la redacción dada por la presente modificación es el único vigente entre las mismas, dejando sin efecto el Contrato de Fideicomiso Financiero suscrito por las partes con fecha 14 de diciembre de 2014 y su respectiva Modificación firmada con fecha 19 de marzo de 2015.

QUINTO: Certificación de firmas y protocolización.-

Las partes requieren la certificación de sus firmas y la protocolización de esta Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero.



Ff N° 809801



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

SEXTO: Otorgamiento.-

Para constancia, se firman tres ejemplares de un mismo tenor, en el lugar y fecha indicados.

p. Bearing Agro S.A.

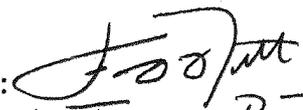
Firma:

Aclaración:


E. GARCINO

Firma:

Aclaración:


FRANCISCO R. PITA

p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Firma:

Aclaración:


PABLO GONZALEZ

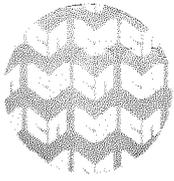
Firma:

Aclaración:


MARTIN IMPROTA

CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN, ESCRIBANO PUBLICO, CERTIFICO

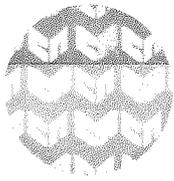
QUE: I) Las firmas que lucen en el instrumento privado de Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero de fecha 25 de abril de 2016 que antecede, son auténticas y fueron puestas en mi presencia por las personas hábiles y de mi conocimiento, los señores **Carlos Enrique GARBINO NOCETI**, oriental, mayor de edad, titular del documento de identidad número 1.935.137-5, con domicilio en la calle Clemente Pradines 1746 de la ciudad de Montevideo y **Francisco RODRIGUEZ PITT**, de nacionalidad argentino, titular del Documento Nacional de Identidad argentino número 30978878, con domicilio en la calle Dr. Alejandro Schroeder 6558 de la ciudad de Montevideo, en sus calidades de Directores, en nombre y representación de **BEARING AGRO S.A.**; y los señores **Pablo GONZALEZ**, titular de la cédula de identidad número 2.916.114-0 y **Martín IMPROTA**, titular de la cédula de identidad número 3.101.204-0, en su calidad de mandatarios en nombre y representación de **TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A.**; a quienes previa lectura que del referido instrumento les efectué, así lo otorgaron y suscribieron ante mí, expresando hacerlo con sus firmas habituales. II) **BEARING AGRO SOCIEDAD ANONIMA:** a) es persona jurídica vigente, con domicilio en Montevideo y sede actual en la calle Dr. Alejandro Schroeder 6558. b) Su Estatuto fue otorgado el día 20 de mayo de 2011, según instrumento privado cuyas firmas fueron certificadas por la Escribana Nancy Beatriz Rodríguez García, aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el día 7 de junio de 2011 y cuyo primer testimonio de protocolización fue inscripto ante el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio el día 22 de junio de 2011 con el número 9469; debidamente publicado en el Diario Oficial y el Periódico



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

Montevideo Judicial. **c)** La sociedad se encuentra inscrita en el Registro Único Tributario a cargo de la Dirección General Impositiva con el número **21 673515 0019**; **d)** El Administrador, el Presidente o cualquier Vicepresidente en forma indistinta o dos cualesquiera de los directores actuando estos últimos conjuntamente, representan válida y legalmente a la sociedad con amplias facultades; todo de acuerdo a lo que surge del artículo 12 del estatuto social. De acuerdo a lo que surge del libro de Actas de Asamblea y de Actas de Directorio de dicha sociedad, que tengo a la vista, fueron designados como Presidente del Directorio el señor Michael Timothy STEWART y como Directores los nombrados Carlos Enrique GARBINO NOCETI y Francisco RODRIGUEZ PITT, cargos que se encuentran vigentes a la fecha. En consecuencia los comparecientes nombrados tienen facultades suficientes para este otorgamiento. **e)** Según instrumento privado cuyas firmas certificó y protocolizó el suscrito escribano, la sociedad cumplió con la Declaratoria dispuesta por el artículo 13 de la Ley 17.904, cuyo primer testimonio de protocolización fue inscripto en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio con el número 111526/2015 el primero de octubre de 2015. **f)** Según actas de directorio de la sociedad de fechas 5 de diciembre de 2014 y 14 de marzo de 2016 que tuve a la vista, el Directorio de la Sociedad aprobó el otorgamiento del presente contrato de Fideicomiso Financiero. **g)** La sociedad tiene su capital accionario representado por títulos nominativos, de acuerdo a lo establecido por su estatuto, por lo que no le corresponde realizar la Declaración Jurada a Banco Central del Uruguay de acuerdo a lo dispuesto por el Decreto 247/2012 en la redacción dada por el artículo 2 del Decreto 24/2013. **III) TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISOS S.A.** (antes: EQUITY TRUST

URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. y antes ABN AMOR BANK ASSET MANAGEMENT URUGUAY SOCIEDAD ANÓNIMA ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN): **a)** es persona jurídica hábil y vigente, con domicilio en la ciudad de Montevideo y se encuentra inscrita en el Registro Único de Contribuyentes con el número **213957430013**. Fue constituida según estatuto de fecha 29 de setiembre de 1998, 10 de diciembre de 1998 y 5 de febrero de 1999, aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el primero de marzo de 1999, inscripto en el Registro Nacional de Comercio el 4 de marzo de 1999 con el numero 369 al folio 509 del libro 2 y publicado en el Diario Español el 17 de marzo de 1999 y en el Diario Oficial el 18 de marzo de 1999. **b)** Por Acta de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 22 de julio de 2005, se resolvió modificar su denominación por EQUITY TRUST URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el primero de noviembre de 2005, inscripta en el Registro de Personas Jurídicas, Sección Comercio el 17 de noviembre de 2005 con el número 9935 y publicada en el Diario Oficial y en la Gaceta Comercial el primero de diciembre de 2005. **c)** Por Acta de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 3 de julio de 2012, se resolvió modificar su denominación por TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el 12 de enero de 2013, inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio el 25 de febrero de 2013 con el número 4138 y publicada en el Diario Oficial y en El Redactor el 3 de abril de 2013. **d)** De conformidad con lo dispuesto por el artículo 13 de la Ley 17.904, la sociedad



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

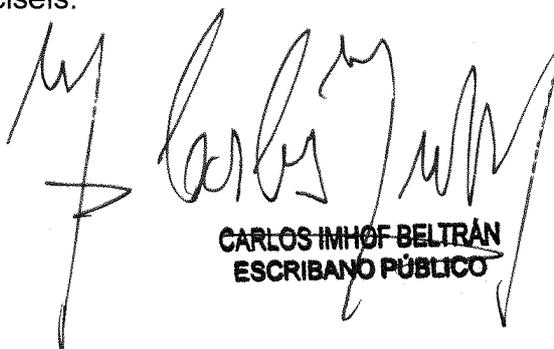
comunicó su actual Directorio al Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio por documento inscripto el 12 de julio de 2012 con el número 10.622.

e) La sociedad tiene su capital accionario representado por títulos nominativos, de acuerdo a lo establecido por su estatuto, por lo que no le corresponde realizar la Declaración Jurada a Banco Central del Uruguay de acuerdo a lo dispuesto por el Decreto 247/2012 en la redacción dada por el artículo 2 del Decreto 24/2013. f) Según actas de Directorio de la sociedad de fechas 25 de noviembre de 2014 y 14 de marzo de 2016 que tuve a la vista, el Directorio de la Sociedad aprobó el otorgamiento del presente contrato de Fideicomiso Financiero. g) Los apoderados Martín IMPROTA y Pablo GONZÁLEZ actúan según Mandato General de Administración, Afectación y Disposición otorgado por TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISOS S.A. en la ciudad de Montevideo el día 25 de junio de 2015 ante la escribana Jimena Lanzani, el que se encuentra vigente al día de la fecha. De dicho instrumento surge que los apoderados nombrados, actuando conjuntamente, tiene facultades suficientes para este otorgamiento. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante el Banco Central del Uruguay y demás Oficinas que correspondan, expido el presente en dos hojas de papel notarial de actuación de la serie Ff números 809676 y 809677 que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el día veinticinco de abril de dos mil dieciséis. HAY UN SIGNO NOTARIAL. CARLOS IMHOF. ESCRIBANO.-

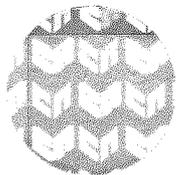
PROTOCOLIZACION PRECEPTIVA DE MODIFICACION DE CONTRATO DE FIDEICOMISO.- En la ciudad de Montevideo, el veinticinco de abril de dos mil dieciséis, en cumplimiento de lo solicitado por BEARING AGRO S.A., y de acuerdo a lo dispuesto por los artículos 89 de la Ley 16.871, 292 de la Ley 18.362

y por la Acordada 7533, procedo a incorporar a mi Registro de Protocolizaciones del presente año, los siguientes documentos: a) instrumento privado de Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero de fecha 25 de abril de 2016, otorgado por BEARING AGRO S.A. y TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. con su certificación notarial de firmas expedida por el suscrito escribano; y b) la presente acta de protocolización; todo lo cual verifico con el número cuatro, del folio cuarenta y cuatro al folio cuarenta y nueve. Esta protocolización sigue inmediatamente a la número tres preceptiva de contrato de prenda sin desplazamiento de fecha siete de abril, incorporada del folio treinta y siete al folio cuarenta y tres.- HAY UN SIGNO NOTARIAL. CARLOS IMHOF. ESCRIBANO.

ES UNO DE LOS DOS PRIMEROS TESTIMONIOS que he compulsado de la Protocolización de Documento Privado con firmas certificadas y Acta que verifiqué con el número cuatro. **EN FE DE ELLO** para **TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A;** expido el presente en seis Papeles Notariales de Actuación de la Serie Ff números 809799 a 809803, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el día veinticinco de abril de dos mil dieciséis.



CARLOS IMHOF BELTRÁN
ESCRIBANO PÚBLICO



Fg N° 775717



ESC. MARÍA JESÚS ALMANDOZ GARCÍA - 16238/1

MARÍA JESÚS ALMANDOZ GARCÍA, ESCRIBANA PÚBLICA,

CERTIFICO QUE: La constancia prescripta por el artículo 108 de la Recopilación de Normas de Mercado de Valores fue estampada por el Banco Central del Uruguay en la Modificación de Contrato de Fideicomiso de fecha primero de junio de 2016, cuya inscripción se solicita en forma simultánea. Dicha modificación fue considerada por el Banco Central de Uruguay conjuntamente con el Contrato de Fideicomiso de fecha 15 de marzo de 2016 y Modificación de Contrato de Fideicomiso de fecha 25 de abril de 2016. EN FE DE ELLO, a solicitud de parte interesada, y para su presentación ante quien corresponda, expido el presente que sello, signo y firmo en Montevideo el veinticinco de julio del año dos mil dieciséis.



María Jesús Almádoz
Escribana Pública



Dirección General de Registros

NRO.31448

INSCRIPTO CON EL NRO.31448, en el:
REGISTRO NACIONAL DE ACTOS PERSONALES, el día y hora 27/07/2016 10:10:10, el documento cuyas características se indican:

Escribano/Emisor:
IMHOF BELTRAN CARLOS AUGUSTO

FIDEICOMISO Modificación
Calificación: DEFINITIVO

A los solos efectos de ligar el documento que antecede con la presente, se indica:

fideicomitente
BEARING AGRO SA RUT: 216735150019

Fiduciario
TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISO SA RUT:
215314520016

Amparado en Reserva de Prioridad [] de Nombre [] Nro. _____ de fecha _____

Acto Condicional. Se presentó Reserva de Prioridad Nro. _____ de fecha _____

Control fiscal:

Ley 16170 art.626 recibo Nro. _____ de fecha _____

Monto Tasa Registral: 2530

PRORROGADA: _____

CADUCA: _____

DEFINITIVA: _____


Firma Registrador

Esc. Cristina Guattini
Encargada de Dirección


Firma Registrador



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

SEGUNDA MODIFICACIÓN DE CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

En la ciudad de Montevideo, con fecha 1ero. de junio de 2016 entre,

POR UNA PARTE

BEARING AGRO S.A., inscrita en el RUT con el número 216735150019, con domicilio en Dr. Alejandro Schroeder 6558 de esta ciudad, representada en este acto por Carlos Enrique Garbino, titular de la cédula de identidad número 1.935.137-5 y Francisco Rodríguez Pitt, titular del DNI número 30.978.878 en su calidad de directores; y

POR OTRA PARTE:

TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A., inscrita en el RUT con el número 215314520016, con domicilio en Andes 1365 p.14 de esta ciudad, representada en este acto por Martin Improta, titular de la cédula de identidad número 3.101.204-0, y Pablo González, titular de la cédula de identidad número 2.916.114-0, en su calidad de apoderados;

convienen en celebrar el presente acuerdo de Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero, conforme a los siguientes términos y condiciones.

PRIMERO: Antecedentes.-

1.1 Con fecha 15 de marzo de 2016 las partes otorgaron un Contrato de Fideicomiso Financiero, por el cual se constituyó un fideicomiso financiero de oferta pública denominado "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas" (en adelante el "Contrato de Fideicomiso").

1.2 Con fecha 22 de marzo de 2016, las partes presentaron el Contrato de Fideicomiso ante el Banco Central del Uruguay, a efectos de solicitar la autorización para la oferta pública e inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia de Servicios Financieros los Certificados de Participación emitidos por el "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas".

1.3 Con fecha 25 de abril de 2016, las partes firmaron la primera Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero, a efectos de modificar las cláusulas 6.3, 7.3, 8.10 y 16.3. Dicha modificación fue oportunamente presentada ante el Banco Central del Uruguay, con fecha 27 de abril de 2016.

1.4 Es intención de las partes modificar las cláusulas 16.3 y 16.4 del Contrato de Fideicomiso, a través de una segunda enmienda al mismo, según los términos y condiciones del presente documento.

SEGUNDO: Objeto. Modificación del Contrato.

2.1. De conformidad con lo anterior, las partes acuerdan modificar las cláusulas 16.3 y 16.4 del Contrato de Fideicomiso, las cuales quedarán redactadas de la siguiente forma:

"16.3 Si la Asamblea de Titulares omitiera designar a un nuevo fiduciario dentro del plazo señalado en la cláusula 16.2 que antecede, el fiduciario sustituto podrá ser designado por Bearing Agro S.A. en su calidad de Fideicomitente de conformidad con lo establecido en el artículo 14 de la Ley de Fideicomisos, dentro del plazo de diez Días Hábiles desde que los Titulares debieron adoptar dicha resolución. La responsabilidad del Fiduciario cesará una vez que el fiduciario sustituto designado por los Titulares o Bearing Agro S.A. acepte el cargo.

En caso que Bearing Agro S.A. en su calidad de Fideicomitente no designara al fiduciario sustituto en dicho plazo, o si los fiduciarios sustitutos designados por la Asamblea de Titulares y/o Bearing Agro S.A. no aceptaren el cargo dentro de los plazos antedichos, el Fiduciario pondrá el Patrimonio Fiduciario a disposición de la Asamblea de Titulares para que ésta resuelva la liquidación del Fideicomiso de conformidad con la cláusula Décimo Noveno.

El Fiduciario deberá entregar al fiduciario sustituto, a la Entidad Representante o a la Asamblea de Titulares, según sea el caso, un balance de cierre de su actuación como Fiduciario, a la fecha en que se haga efectivo su cese.

16.4 Los tributos, costos y/o gastos y honorarios que se generen por la sustitución del Fiduciario, incluso los derivados de las transmisiones patrimoniales al fiduciario sustituto o como resultado de la liquidación serán de cargo del Patrimonio Fiduciario, excepto en los supuestos de remoción del Fiduciario por justa causa."

2.2. Las partes acuerdan incorporar la frase siguiente al final de la cláusula 4.2 del Contrato de Fideicomiso:

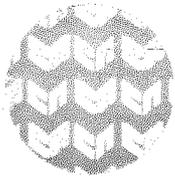
"Asimismo se extinguirá anticipadamente en el supuesto de liquidación previsto en la cláusula 16.3".

TERCERO: Única modificación.-

Las partes expresamente acuerdan que la modificación señalada en la cláusula anterior es la única modificación que se hace al Contrato de Fideicomiso, el cual permanecerá vigente en todos sus términos con excepción de lo señalado precedentemente.

CUARTO: Certificación de firmas y protocolización.-

Las partes requieren la certificación de sus firmas y la protocolización de esta Segunda Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero.



8

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

QUINTO: Otorgamiento.-

Para constancia, se firman tres ejemplares de un mismo tenor, en el lugar y fecha indicados.

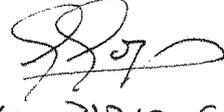
p. Bearing Agro S.A.

Firma: 
Aclaración: E. GARBINO

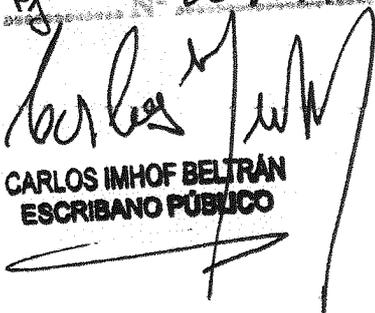
Firma: 
Aclaración: FRANCISCO R. PITT

p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Firma: 
Aclaración: MARTÍN LUPATELLA

Firma: 
Aclaración: PABLO GONZÁLEZ

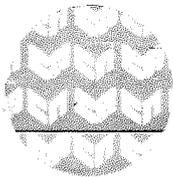
Sigue **EL** Papel Notarial
Serie **EL** N° **809714**


CARLOS IMHOF BELTRAN
ESCRIBANO PÚBLICO

CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN, ESCRIBANO PUBLICO, CERTIFICO

QUE: I) Las firmas que lucen en el instrumento privado de Segunda Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero de fecha primero de junio de dos mil dieciséis que antecede, son auténticas y fueron puestas en mi presencia por las personas hábiles y de mi conocimiento, los señores **Carlos Enrique GARBINO NOCETI**, oriental, mayor de edad, titular del documento de identidad número 1.935.137-5, con domicilio en la calle Clemente Pradines 1746 de la ciudad de Montevideo y **Francisco RODRIGUEZ PITT**, de nacionalidad argentino, titular del Documento Nacional de Identidad argentino número 30978878, con domicilio en la calle Dr. Alejandro Schroeder 6558 de la ciudad de Montevideo, en sus

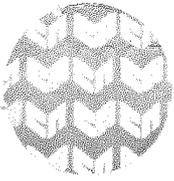
calidades de Directores, en nombre y representación de **BEARING AGRO S.A.**; y los señores **Pablo GONZALEZ**, titular de la cédula de identidad número 2.916.114-0 y **Martín IMPROTA**, titular de la cédula de identidad número 3.101.204-0, en su calidad de mandatarios en nombre y representación de **TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A.**; a quienes previa lectura que del referido instrumento les efectué, así lo otorgaron y suscribieron ante mí, expresando hacerlo con sus firmas habituales. **II) BEARING AGRO SOCIEDAD ANONIMA:** **a)** es persona jurídica vigente, con domicilio en Montevideo y sede actual en la calle Dr. Alejandro Schroeder 6558. **b)** Su Estatuto fue otorgado el día 20 de mayo de 2011, según instrumento privado cuyas firmas fueron certificadas por la Escribana Nancy Beatriz Rodríguez García, aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el día 7 de junio de 2011 y cuyo primer testimonio de protocolización fue inscripto ante el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio el día 22 de junio de 2011 con el número 9469; debidamente publicado en el Diario Oficial y el Periódico Montevideo Judicial. **c)** La sociedad se encuentra inscripta en el Registro Único Tributario a cargo de la Dirección General Impositiva con el número **21 673515 0019**; **d)** El Administrador, el Presidente o cualquier Vicepresidente en forma indistinta o dos cualesquiera de los directores actuando estos últimos conjuntamente, representan válida y legalmente a la sociedad con amplias facultades; todo de acuerdo a lo que surge del artículo 12 del estatuto social. De acuerdo a lo que surge del libro de Actas de Asamblea y de Actas de Directorio de dicha sociedad, que tengo a la vista, fueron designados como Presidente del Directorio el señor Michael Timothy STEWART y como Directores los nombrados Carlos Enrique GARBINO NOCETI y Francisco RODRIGUEZ



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

PITT, cargos que se encuentran vigentes a la fecha. En consecuencia los comparecientes nombrados tienen facultades suficientes para este otorgamiento. e) Según instrumento privado cuyas firmas certificó y protocolizó el suscrito escribano, la sociedad cumplió con la Declaratoria dispuesta por el artículo 13 de la Ley 17.904, cuyo primer testimonio de protocolización fue inscripto en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio con el número 111526/2015 el primero de octubre de 2015. f) Según actas de directorio de la sociedad de fechas 5 de diciembre de 2014 y 14 de marzo de 2016 que tuve a la vista, el Directorio de la Sociedad aprobó el otorgamiento del contrato de Fideicomiso Financiero. g) La sociedad tiene su capital accionario representado por títulos nominativos, de acuerdo a lo establecido por su estatuto, por lo que no le corresponde realizar la Declaración Jurada a Banco Central del Uruguay de acuerdo a lo dispuesto por el Decreto 247/2012 en la redacción dada por el artículo 2 del Decreto 24/2013. III) **TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISOS S.A.** (antes: EQUITY TRUST URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. y antes ABN AMOR BANK ASSET MANAGEMENT URUGUAY SOCIEDAD ANÓNIMA ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN): a) es persona jurídica hábil y vigente, con domicilio en la ciudad de Montevideo y se encuentra inscripta en el Registro Único de Contribuyentes con el número **213957430013**. Fue constituida según estatuto de fecha 29 de setiembre de 1998, 10 de diciembre de 1998 y 5 de febrero de 1999, aprobado por la Auditoría Interna de la Nación el primero de marzo de 1999, inscripto en el Registro Nacional de Comercio el 4 de marzo de 1999 con el numero 369 al folio 509 del libro 2 y publicado en el Diario Español el 17 de marzo de 1999 y en el

Diario Oficial el 18 de marzo de 1999. **b)** Por Acta de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 22 de julio de 2005, se resolvió modificar su denominación por EQUITY TRUST URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el primero de noviembre de 2005, inscripta en el Registro de Personas Jurídicas, Sección Comercio el 17 de noviembre de 2005 con el número 9935 y publicada en el Diario Oficial y en la Gaceta Comercial el primero de diciembre de 2005. **c)** Por Acta de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 3 de julio de 2012, se resolvió modificar su denominación por TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. Dicha reforma fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación el 12 de enero de 2013, inscripta en el Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio el 25 de febrero de 2013 con el número 4138 y publicada en el Diario Oficial y en El Redactor el 3 de abril de 2013. **d)** De conformidad con lo dispuesto por el artículo 13 de la Ley 17.904, la sociedad comunicó su actual Directorio al Registro de Personas Jurídicas Sección Comercio por documento inscripto el 12 de julio de 2012 con el número 10.622. **e)** La sociedad tiene su capital accionario representado por títulos nominativos, de acuerdo a lo establecido por su estatuto, por lo que no le corresponde realizar la Declaración Jurada a Banco Central del Uruguay de acuerdo a lo dispuesto por el Decreto 247/2012 en la redacción dada por el artículo 2 del Decreto 24/2013. **f)** Según actas de Directorio de la sociedad de fechas 25 de noviembre de 2014 y 14 de marzo de 2016 que tuve a la vista, el Directorio de la Sociedad aprobó el otorgamiento del presente contrato de Fideicomiso Financiero. **g)** Los apoderados Martín IMPROTA y Pablo GONZÁLEZ actúan según Mandato



10



Ff N° 809717



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

General de Administración, Afectación y Disposición otorgado por TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISOS S.A. en la ciudad de Montevideo el día 25 de junio de 2015 ante la escribana Jimena Lanzani, el que se encuentra vigente al día de la fecha. De dicho instrumento surge que los apoderados nombrados, actuando conjuntamente, tiene facultades suficientes para este otorgamiento. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante el Banco Central del Uruguay y demás Oficinas que correspondan, expido el presente en dos hojas de papel notarial de actuación de la serie Ff números 809711 y 809712 que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo el día primero de junio de dos mil dieciséis. HAY UN SIGNO NOTARIAL. CARLOS IMHOF. ESCRIBANO - **PROTOCOLIZACION PRECEPTIVA DE MODIFICACION DE CONTRATO DE FIDEICOMISO.**- En la ciudad de Montevideo, el primero de junio de dos mil dieciséis, en cumplimiento de lo solicitado por BEARING AGRO S.A., y de acuerdo a lo dispuesto por los artículos 89 de la Ley 16.871, 292 de la Ley 18.362 y por la Acordada 7533, procedo a incorporar a mi Registro de Protocolizaciones del presente año, los siguientes documentos: a) instrumento privado de Segunda Modificación de Contrato de Fideicomiso Financiero de fecha primero de junio de dos mil dieciséis, otorgado por BEARING AGRO S.A. y TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A. con su certificación notarial de firmas expedida por el suscrito escribano; y b) la presente acta de protocolización; todo lo cual verifico con el número seis, del folio cincuenta y tres al folio cincuenta y siete. Esta protocolización sigue inmediatamente a la número cinco preceptiva de carta poder de fecha veintitrés

de mayo, incorporada del folio cincuenta al folio cincuenta y dos.- HAY UN SIGNO NOTARIAL. CARLOS IMHOF. ESCRIBANO.-----

ES UNO DE LOS DOS PRIMEROS TESTIMONIOS que he compulsado de la Protocolización de Documento Privado con firmas certificadas y Acta que verifiqué con el número seis. EN FE DE ELLO para BEARING AGRO S.A.; expido el presente en cuatro Papeles Notariales de Actuación de la Serie Ff números 809713 a 809715 y 809717, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el día primero de junio de dos mil dieciséis.




CARLOS IMHOF BELTRÁN
ESCRIBANO PÚBLICO

Banco Central del Uruguay
CONSTANCIA

Los valores representativos de participaciones y/o derechos de crédito emitidos en el marco del fideicomiso financiero.....

TIERRAS IRRIGADAS

en cumplimiento del presente contrato, son de OFERTA PÚBLICA
Montevideo, 15 de Julio de 2016

Actuación de firma


JOSÉ A. LASSALETTA
AGENCIADO DE
INTERMEDIACIÓN FINANCIERA



Dirección General de Registros

NRO.31450

INSCRIPTO CON EL NRO.31450, en el:
REGISTRO NACIONAL DE ACTOS PERSONALES, el día y hora 27/07/2016 10:12:20, el documento cuyas características se indican:

Escribano/Emisor:
IMHOF BELTRAN CARLOS AUGUSTO

FIDEICOMISO Modificación
Calificación: DEFINITIVO

A los solos efectos de ligar el documento que antecede con la presente, se indica:
fideicomitente

BEARING AGRO SA RUT: 216735150019

Fiduciario

TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISO SA RUT:
215314520016

Amparado en Reserva de Prioridad [], de Nombre [] Nro. _____ de fecha _____

Acto Condicional. Se presentó Reserva de Prioridad Nro. _____ de fecha _____

Control fiscal:

Ley 16170 art.626 recibo Nro. _____ de fecha _____

Monto Tasa Registral: 2530

PRORROGADA: _____

CADUCA: _____

DEFINITIVA: _____



Firma Registrador
Esc. Cristina Guatini
Encargada de Dirección

Firma Registrador



ANEXO II

MODELO DE CONTRATO DE APARCERÍA

En _____, el ___ de ____ del año _____, entre:

POR UNA PARTE: TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A., inscrita en el RUT con el número 215314520016, en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, con domicilio en Andes 1365 p.14 de Montevideo, representada en este acto por _____, documento nacional de identidad _____ en su calidad de _____ (en adelante, la “Dadora” o el “Fiduciario”), y

POR OTRA PARTE: BEARING AGRO S.A., inscrita en el RUT con el número 216735150019, con domicilio en Schroeder 6558 oficina 904 de Montevideo, representada en este acto por _____, titular del _____ número _____ en su calidad de _____ (en adelante, la “Tomadora” y conjuntamente con la Dadora, las “Partes”),

convienen la celebración del siguiente Contrato de Aparcería (en adelante, el “Contrato”).

PRIMERO: Antecedentes.-

1.1 La Dadora es la fiduciaria del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas (en adelante, el “Fideicomiso”) constituido por Contrato de Fideicomiso Financiero suscrito entre las Partes con fecha _____ de 2014 (en adelante, “Contrato de Fideicomiso”), que tiene por objeto principal la emisión de certificados de participación de oferta pública, a los efectos de obtener los recursos dinerarios necesarios para ejecutar el plan de negocios del Fideicomiso, que consiste en la adquisición de inmuebles rurales con determinadas características, a los efectos de darlos en aparcería para su explotación, y en los cuales se incorporarán sistemas de riego, con cargo a los fondos que componen el Patrimonio Fiduciario.

1.2 La Dadora, en su calidad de fiduciaria del Fideicomiso es la única y plena [propietaria/promitente compradora] del siguiente bien inmueble: _____ (en adelante, el “Inmueble” o el “Predio Productivo”). El área agrícola del Inmueble, el área con potencialidad ganadera y el área de desperdicio se identifican en el Anexo A del presente.

1.3 Conforme a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, la Tomadora será quien realice la explotación del Inmueble bajo la modalidad de aparcería. La Tomadora es una sociedad debidamente constituida de acuerdo con las leyes de la República Oriental del Uruguay, cuya actividad principal es el desarrollo de actividad agrícola y ganadera en el Uruguay.

1.4 En mérito a lo anterior, las Partes resuelven celebrar el presente Contrato.

1.5 Los términos en mayúscula incluidos en el presente Contrato tendrán la misma definición prevista en el Contrato de Fideicomiso, salvo que expresamente se prevea una definición diferente.

1.6 En caso de diferencias o contradicción entre lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y lo pactado en este Contrato, prevalecerá lo pactado en el Contrato de Fideicomiso.

SEGUNDO: Objeto.-

2.1 La Dadora concede a la Tomadora, quien acepta y recibe, el uso y goce del Inmueble, con destino principalmente agrícola. En el área agrícola del Inmueble la Tomadora podrá cultivar maíz, soja, sorgo, trigo, entre otros granos, a su exclusivo costo y responsabilidad, con el apoyo de los Sistemas de Riego a ser incorporados.

2.2 Queda comprendido en el presente Contrato y precio a que refiere la cláusula Tercero, el derecho al uso exclusivo de parte de la Tomadora de los recursos hídricos existentes en el Inmueble necesario a los efectos del funcionamiento del Sistema de Riego a instalarse en el Inmueble, [incluyendo el agua que se almacena en la represa ubicada dentro del Inmueble (en adelante, la “Represa”).

2.3 La Tomadora se encuentra habilitada a desarrollar en el Inmueble actividad ganadera - en el área no agrícola del Inmueble-, así como aquellas actividades accesorias que permitan generar ingresos en el marco de la explotación del Inmueble y sus mejoras. Se deja expresa constancia que la actividad ganadera podrá ser desarrollada a través de terceros, ya sea mediante la suscripción de contratos de pastoreo u otras figuras similares, no así la actividad agrícola.

Los poderes de gestión sobre el Inmueble dado en aparcería que por el presente se acuerdan a la Tomadora serán interpretados conforme al Plan de Negocios y en aquello no previsto en el mismo, con la máxima extensión habilitada por la ley. A modo de ejemplo y sin que ello suponga una enumeración exhaustiva, la Tomadora podrá sin necesidad de notificar ni requerir ningún tipo de consentimiento por parte de la Dadora: a) seleccionar, modificar o ampliar los cultivos que se implantarán en las fracciones dadas en aparcería; b) subcontratar proveedores para que ejecuten para sí actividades vinculadas a la siembra y la cosecha; c) seleccionar los sistemas de siembra, fumigación, erradicación de pestes y enfermedades; d) adoptar las medidas necesarias para el cuidado y mantenimiento de los cultivos.

2.4 De conformidad con lo establecido en la cláusula 8.1 del Contrato de Fideicomiso, la Tomadora se obliga a comenzar a cultivar y explotar el Inmueble, dentro de un plazo máximo de _____ [a completarse según si se acordó con el Comité de Vigilancia un plazo mayor para comenzar la explotación agrícola], debiendo cultivar razonablemente, la mayor cantidad de áreas en condiciones de explotación agrícola previstas en el Anexo A.

2.5 Dentro del plazo de cuarenta y cinco días corridos de finalizada la siembra de cada cultivo, la Tomadora entregará a la Dadora y al Comité de Vigilancia una medición de las áreas sembradas de cada cultivo realizada mediante sistema de medición satelital (GPS), las cuales deberán ser tenidas en cuenta a los efectos del cálculo del Pago Mínimo bajo el presente Contrato de Aparcería.

TERCERO: Precio.-

3.1 La Tomadora abonará a la Dadora en carácter de precio, el 23% de la Producción Bruta.

3.2 Por Producción Bruta se entenderá el total de los bienes o ingresos que deriven directa o indirectamente de la explotación agrícola de los Predios Productivos, incluyendo también el total de la producción pecuaria, en el eventual caso que la Tomadora resuelva desarrollar dicha actividad en las áreas que no son susceptibles de explotación agrícola; los ingresos que la Tomadora efectivamente perciba, en el eventual caso que suscriba contratos de pastoreo con operadores ganaderos u otras figuras similares; así como los ingresos en virtud de cualquier otro contrato o actividad que realice la Tomadora con relación a los Predios Productivos y/o sus mejoras con el objeto de generar ingresos, como ser, a título de ejemplo, el otorgamiento de subcontratos de riego-; sin deducir los costos, tributos y/o gastos asociados a su obtención incurridos por la Tomadora, con excepción de los siguientes: i) las deducciones derivadas de las Retenciones No Recuperables; y ii) de los costos incurridos para la comercialización de tales bienes (que incluyen a título de ejemplo, flete, secada, acondicionamiento de granos, entre otros). También incluye los importes que la Tomadora deba abonar en caso de adquirir para sí producción obtenida como consecuencia de la explotación agrícola con el objeto de producir semilla a ser empleada en futuras campañas agrícolas, de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso y en general, cualquier ingreso derivado de la explotación de los mismos.

3.3 El 23% de la Producción Bruta en ningún caso podrá ser con relación a la producción agrícola y pecuaria, inferior al Pago Mínimo correspondiente, que se calculará en concordancia a lo previsto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso, de la forma que se indica a continuación. En caso que la Retribución de los Contratos de Aparcería no alcance el equivalente en dinero al Pago Mínimo, la Tomadora deberá abonar en dinero al Fideicomiso la diferencia que resulte de dicha relación, a cuyos efectos se procederá con las retenciones en la forma que se establece en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso.

El Pago Mínimo bajo los Contratos de Aparcería será igual en el caso de la producción agrícola, al equivalente en dinero al precio de 600 kg de soja por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola y a 1.200 kg de maíz por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola. A los efectos de calcular el Pago Mínimo por producción agrícola, se considerará para el caso de la soja y maíz, el Precio Promedio Ponderado de las ventas de tales granos realizadas hasta cada Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola, conforme se establece en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso. Las hectáreas efectivamente explotadas serán las áreas agrícolas por cada cultivo definidas en la medición satelital efectuada por la Tomadora de conformidad con lo establecido en la cláusula 2.5 del presente. En el caso que la explotación agrícola se inicie en el transcurso de un Año Agrícola, la cantidad de kilogramos mínimos por hectárea será prorrateada por la cantidad de días restantes correspondiente a ese Año Agrícola. Para el supuesto excepcional que la Tomadora no efectuara ningún cultivo de soja o maíz, deberá acordar con el Comité de Vigilancia para esa situación excepcional, el monto del Pago Mínimo por producción agrícola.

Por tanto, el Pago Mínimo por producción agrícola se calcula de la siguiente forma:

(Nro de Hectáreas efectivamente explotadas de Maíz por Año Agrícola x 1.200 kg x Precio Promedio Ponderado del maíz) + (Nro de Hectáreas efectivamente explotadas de soja por Año Agrícola x 600 kg x Precio Promedio Ponderado de soja);

siendo, el Precio Promedio Ponderado equivalente a:

$$\frac{(P1 \times Q1 + P2 \times Q2 + \dots + Pn \times Qn)}{(Q1+Q2+ \dots + Qn)}$$

Siendo P1 el Precio Neto de Venta de Grano correspondiente a la venta número 1 y Q1 la cantidad en kilogramos de grano de la venta número 1; P2 el Precio Neto de Venta de Grano correspondiente a la venta número 2 y Q2 la cantidad en kilogramos de grano de la venta número 2, y así respectivamente por la cantidad de ventas según corresponda.

En el caso de la producción pecuaria, el Pago Mínimo será en cualquier caso igual al equivalente en dinero a 46kg de carne por hectárea ganadera efectivamente explotada por Año Agrícola, el cual se calculará de acuerdo al promedio del precio del kilo de carne de novillo tipo publicado por el Instituto Nacional de Carnes en el período abril, mayo y junio del Año Agrícola respectivo. En el caso que la explotación ganadera se inicie en el transcurso de un Año Agrícola, la cantidad de kilogramos mínimos por hectárea será prorrateada por la cantidad de días restantes correspondiente a ese Año Agrícola. La hectárea ganadera efectivamente explotada por año surgirá de la correspondiente documentación que se suscriba al momento de comenzarse con la actividad pecuaria.

El análisis de si la Retribución de los Contratos de Aparcería con relación a la producción agrícola es superior o inferior al Pago Mínimo por producción agrícola será efectuado por la Tomadora en la Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola, de conformidad con el procedimiento indicado en la cláusula 4.1 del presente (en concordancia con la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso). Para el caso de la producción pecuaria, la forma de realizar este análisis será oportunamente acordada entre la Tomadora y la Dadora, previa opinión del Comité de Vigilancia.

La evaluación de si la Retribución de los Contratos de Aparcería es superior o inferior al Pago Mínimo conforme a lo antedicho no obsta a los Pagos Periódicos, para los cuales la Dadora únicamente deberá considerar los ingresos efectivamente depositados en la Cuenta Recaudadora como resultado de la comercialización de la Producción Bruta.

3.4 El precio podrá modificarse en los supuestos regulados por la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso. Conforme a la misma, en caso que se verifique un cambio o modificación de las leyes o normas de la República Oriental del Uruguay (en especial normas tributarias), o como resultado de cualquier cambio en la aplicación o interpretación oficial de dichas leyes o normas, cuyo cambio o modificación afecte sustancial y negativamente la ecuación económica-financiera del Plan de Negocios y/o del Contrato de Aparcería, los Titulares –quienes adoptarán

resoluciones por Mayoría Especial- se obligan a negociar de buena fe con la Tomadora dentro de un plazo de sesenta días corridos desde la solicitud de entablar negociaciones realizada por la Tomadora, modificaciones al Plan de Negocios y/o al Contrato de Aparcería a fin de recomponer dicha ecuación, no asumiendo la Dadora responsabilidad al respecto.

La obligación antedicha también será aplicable en caso que durante un promedio de tres Años Agrícolas, el resultado operativo promedio del global de los Predios Productivos bajo explotación sea negativo como consecuencia de causas ajenas al control de la Tomadora. El resultado operativo de un Predio Productivo se calculará de la siguiente forma: total de Producción Bruta del establecimiento, menos el total de los insumos utilizados para obtener la Producción Bruta (semillas, fertilizantes, fungicidas, herbicidas, entre otros) menos labores (costos de mano de obra, maquinaria y gastos asociados a éstos) para obtener dicha producción, menos el precio del Contrato de Aparcería.

CUARTO: Plazo y forma de pago.-

4.1 La Tomadora abonará la Retribución de los Contratos de Aparcería respecto de la producción agrícola, a medida que se levante la cosecha en cada campaña agrícola de invierno/verano. Respecto a los cultivos de invierno, la fecha estimada de cosecha será en el período noviembre y diciembre y respecto a los cultivos de verano, la fecha estimada de cosecha, será en el período abril – mayo, dependiendo de la maduración del cultivo y razones climáticas. La Tomadora deberá notificar a la Dadora y al Comité de Vigilancia las fechas en las cuales procederá a realizar tales tareas, con una antelación mínima de diez Días Hábiles.

La cosecha será depositada en silos de empresas de primera línea, permaneciendo en los mismos hasta su comercialización, sin perjuicio de otros arreglos que pueda efectuar la Tomadora, de acuerdo a la forma de comercialización que se acuerde para la misma. En cualquier caso, de ser posible, la Tomadora procurará la emisión de un certificado de depósito a favor de la Dadora por el 23% de la Producción Bruta , que será entregado a éste en carácter de pago de la Retribución de los Contratos de Aparcería.

La Tomadora comercializará el 100% de la Producción Bruta, actuando en el caso de la Producción Bruta propiedad del Fideicomiso, por cuenta y orden de la Dadora; obligándose a que la misma sea enajenada en igualdad de condiciones que la Producción Bruta de su propiedad, pero siempre estando facultado a aplicar las prácticas de comercialización que entienda convenientes, acorde con su leal saber y entender (incluyendo por ejemplo, diferir la comercialización a la espera de un alza en los precios por hasta el plazo máximo que se indica a continuación).

La Producción Bruta agrícola será comercializada dentro de un plazo máximo de doce meses una vez finalizado el ciclo agrícola respectivo.

La Tomadora se obliga a informar al Comité de Vigilancia y al Fiduciario, dentro del mismo día en que se acuerde cada operación de venta, las condiciones de cada operación.

Simultáneamente a la comercialización de la Producción Bruta a terceros, la Tomadora instruirá el depósito de la totalidad de las sumas a ser abonadas en virtud de la venta en la Cuenta Recaudadora. Se deja expresa constancia que las sumas correspondientes al 77% de la Producción Bruta a pesar de depositarse en una Cuenta Fiduciaria no integrarán el Patrimonio

Fiduciario, excepto hasta la suma concurrente con el Pago Mínimo, en caso de corresponder, disponiéndose su depósito en tal cuenta, a los solos efectos que la Dadora pueda: i) controlar que los importes percibidos que corresponden al 23% de la comercialización de la Producción Bruta conforme a lo previsto en la cláusula 8.10 del Contrato de Fideicomiso; y ii) liquidar el Pago Mínimo por producción agrícola, conforme a lo previsto en esta sección. La Tomadora se obliga a cumplir con todos los requerimientos que sean exigidos a efectos de la transferencia.

El cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola deberá realizarse por el Aparcero en cada ocasión en que se comercialice soja (Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola).

La Dadora, dentro del plazo de tres Días Hábiles desde la recepción de cualquier pago por concepto de comercialización de la Producción Bruta por producción agrícola, deberá proceder conforme lo siguiente:

- i) respecto de los importes recibidos producto de la comercialización del trigo y maíz –o cualquier otro cultivo (excluido la soja)-, transferir a la Tomadora, en la cuenta bancaria que éste indique, sin más, el 77% de cada pago recibido;
- ii) respecto de los importes recibidos producto de la comercialización de la soja, transferir a la Tomadora, en la cuenta bancaria que ésta indique, sin más, el 77% de cada pago recibido, en la medida que a la fecha en que deba procederse a la liberación de tales fondos, respecto de los importes recibidos producto de la comercialización de la soja, transferir al Aparcero, en la cuenta bancaria que éste indique, sin más, el 77% de cada pago recibido, en la medida que a la fecha en que deba procederse a la liberación de tales fondos (cada una, una “Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola”), se hayan depositado en la Cuenta Recaudadora por concepto de comercialización de Producción Bruta por producción agrícola, un importe equivalente al Pago Mínimo correspondiente a la última Fecha de Cálculo del Pago Mínimo por producción agrícola.

A los efectos de que la Dadora pueda realizar este contralor, la Tomadora deberá presentar una liquidación del monto a que asciende el Pago Mínimo por producción agrícola, conforme la metodología indicada en la cláusula presente (cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso); debiendo la Dadora compararlo con las sumas abonadas hasta cada Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola por concepto del 23% de la Producción Bruta agrícola -deducidos los gastos de comercialización y las Retenciones No Recuperables-.

Si el Pago Mínimo por producción agrícola fuera inferior a las sumas ya abonadas hasta la Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola, la Dadora liberará al Aparcero el 77% de los pagos por comercialización de soja. Si por el contrario, el Pago Mínimo por producción agrícola fuera superior a las sumas ya abonadas hasta la Fecha de Liquidación del Pago Mínimo por producción agrícola, la Dadora retendrá las sumas concurrentes hasta el Pago Mínimo por producción agrícola, y hasta el momento en que exista un excedente. La Dadora liberará dicho excedente, una vez cubierto el Pago Mínimo por producción agrícola en cada momento dado, hasta recomponer la proporción 77% para el Aparcero y 23% para el Fideicomiso. A partir de ese momento y con relación al resto de las comercializaciones e ingresos por concepto de Producción Bruta agrícola del Año Agrícola respectivo, se liberarán los fondos en la proporción antedicha. Este

procedimiento se llevará a cabo hasta la comercialización y cobro de la totalidad de la Producción Bruta agrícola por Año Agrícola, y en todo caso, en cada ocasión en que se perciban cobros por concepto de comercialización de la soja.

La evaluación de si la Retribución de los Contratos de Aparcería es superior o inferior al Pago Mínimo conforme a lo antedicho no obsta a los Pagos Periódicos, para los cuales el Fiduciario únicamente deberá considerar los ingresos efectivamente depositados en la Cuenta Recaudadora como resultado de la comercialización de la Producción Bruta.

En el caso que la Tomadora resuelva diferir la comercialización de la Producción Bruta por razones de estrategia comercial, deberá notificarlo fundadamente a la Dadora y al Comité de Vigilancia, debiendo este último optar por:

- i) acompañar a la Tomadora en la decisión de diferimiento, en cuyo caso, el Pago Mínimo por producción agrícola se abonará en la forma indicada precedentemente en esta cláusula, en los numerales (i) y (ii); o
- ii) recibir el 23% de la producción del correspondiente grano y contratar con terceros la comercialización de la misma, instruyendo a la Dadora de conformidad – no asumiendo la Dadora responsabilidad al respecto-. Si resultara que la cantidad en kg correspondiente al 23% de la producción de ese grano fuera inferior a la cantidad mínima del grano en cuestión que surge del Pago Mínimo por producción agrícola (esto es, 600 kg de soja por hectárea explotada de soja o 1.200 kg de maíz por hectárea explotada de maíz) la Tomadora deberá entregar a la Dadora la cantidad de granos necesaria para completar la cantidad de granos comprometida con el Pago Mínimo por producción agrícola. Entregados tales granos, se entenderá por cumplido con el Pago Mínimo por producción agrícola. En consecuencia, cuando la Tomadora comercialice esta Producción Bruta almacenada, la Dadora deberá liberar a la Tomadora el 100% de las sumas recibidas producto de dicha comercialización.

Se deja expresa constancia que la Tomadora no asume obligaciones de resultado respecto a la comercialización de la Producción Bruta, siendo éste un riesgo inherente al negocio.

Los ingresos que la Tomadora deba abonar por la producción adquirida para sí, serán abonados dentro de un plazo de treinta días corridos desde su adquisición, en la Cuenta Recaudadora.

4.2 Los gastos de comercialización serán soportados por la Dadora en la misma proporción que la retribución convenida en el presente contrato, esto es, los equivalentes al 23%. Asimismo serán soportados por la Dadora en dicha proporción, las Retenciones No Recuperables. En caso que existan costos incurridos para la comercialización de la Producción Bruta que no hayan sido descontados por el adquirente de la misma, la Tomadora enviará al Comité de Vigilancia, dentro del plazo de diez Días Hábiles desde la celebración de la venta, una factura por el monto de los costos de comercialización por la cuotaparte (es decir el 23%) que corresponda soportar a la Dadora, con una relación de los gastos incurridos y la documentación que permita acreditar los mismos; en cuyo caso se seguirá el procedimiento establecido en la cláusula 8.3 del Contrato de Fideicomiso.

4.3 Respecto a los ingresos que componen la Producción Bruta derivados de la eventual actividad pecuaria así como de aquellas actividades accesorias y contratos que realice la

Tomadora que permitan generar ingresos en el marco de la explotación del Inmueble y sus mejoras, la Tomadora deberá cumplir con lo dispuesto en la cláusula 8.3 del Contrato de Fideicomiso.

QUINTO: Plazo.-

5.1 El plazo de este Contrato se extiende hasta el día _____ [*a completarse con la fecha de vencimiento del plazo del Contrato de Fideicomiso*], sin perjuicio de lo dispuesto en la presente cláusula.

5.2 El presente Contrato quedará automáticamente rescindido sin responsabilidad para ninguna de las partes si conforme a lo establecido en la cláusula 4.2 del Contrato de Fideicomiso, el Fideicomiso se extinguiera en forma anticipada.

5.3 Asimismo, este Contrato podrá ser rescindido por la Dadora en las circunstancias previstas en la cláusula 8.11 A) del Contrato de Fideicomiso. Podrá ser rescindido por la Tomadora, en las circunstancias previstas en la cláusula 8.11 B) del Contrato de Fideicomiso.

5.4 En caso que se resuelva la prórroga del Fideicomiso conforme a lo establecido en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso, el presente Contrato se prorrogará por el mismo plazo de la extensión del Fideicomiso, y siempre que (i) la Tomadora comunicara su decisión de prorrogar el presente Contrato dentro de un plazo de treinta Días Hábiles desde la fecha en que se le hubiera realizado el ofrecimiento previsto en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso; (ii) el Fiduciario no resuelva renunciar conforme a lo previsto en la cláusula 16.1 (c) del Contrato de Fideicomiso.

5.5. Sin perjuicio del vencimiento del plazo del presente Contrato o de su rescisión anticipada se deja expresa constancia que la Tomadora permanecerá utilizando sin costo adicional, el Inmueble por el tiempo que sea necesario para levantar en su totalidad la cosecha de la campaña agrícola en curso, respecto de cuya Producción Bruta deberá abonarse al Fiduciario el 23%.

5.6 La posesión del Inmueble se deberá entregar a la Dadora a la terminación del Contrato de Aparcería –sin perjuicio de lo establecido en la cláusula 5.5 del presente- libre de ocupantes, herramientas y maquinarias de cualquier tipo.

SEXTO: Obligaciones de las partes.-

6.1. La Dadora se obliga durante todo el plazo del Contrato a:

- (a) No perturbar ni poner obstáculo alguno a la Tomadora, para el uso y goce del Inmueble dado en aparcería, conforme al destino previsto en el presente Contrato.
- (b) Pagar impuestos, tasas y tributos nacionales y municipales que graven al Inmueble y la ley ponga a cargo del propietario.
- (c) Proveer, a solicitud de la Tomadora, toda la información y documentación que resulte necesaria, así como a suscribir las peticiones ante las autoridades públicas, que la Tomadora razonablemente le solicite, tendientes a que ésta en su carácter de titular de la

explotación pueda obtener las exoneraciones, subsidios y demás beneficios que le puedan corresponder en la actualidad o en el futuro por disposición normativa.

- (d) A realizar las reparaciones que convengan a la utilidad permanente del Inmueble objeto del Contrato. Se considera que tienen este carácter, y sin que la siguiente enumeración tenga carácter exhaustivo, las relativas al mantenimiento y conservación en buena forma de los alambrados perimetrales que cercan las fracciones objeto del Contrato, salvo los daños ocasionados dolosamente o por la culpa grave de la Tomadora.
- (e) Liberar a la Tomadora de toda perturbación u obstáculo en el uso y goce del Inmueble dado en aparcería ocasionado por terceros que pueda interferir con los derechos que bajo este Contrato tiene la Tomadora y cooperar con la Tomadora a los efectos de mitigar dicha situación.
- (g) A mantener indemne a la Tomadora por todos los daños y perjuicios que terceros a su cargo pudieran ocasionarle en las plantaciones (en proporción a su participación) en ocasión de las inspecciones al Inmueble.
- (h) A permitir a la Tomadora la realización de los trabajos necesarios o convenientes para la conservación o mejora del Inmueble sin derecho a indemnización o erogación a su favor, admitiendo el acceso de profesionales, técnicos, operarios o interesados a los efectos previstos y el ingreso de herramientas y materiales que sean razonables a tales efectos, previa notificación al Fiduciario.
- (i) A permitir el ingreso de aquella maquinaria, camiones y demás vehículos para cumplir con el fin del contrato de aparcería, así como al personal dependiente de la Tomadora o los terceros que ésta contrate a tales efectos.
- (j) Cumplir con cualquier otra obligación que resulten del Contrato de Fideicomiso en virtud de su calidad de Dadora.

6.2. La Tomadora se obliga durante todo el plazo del Contrato a:

- (a) Usar los bienes objeto de este Contrato y sus mejoras con diligencia, respetando los métodos de siembra idóneos para la utilización de la tierra y la utilización de productos habilitados por los organismos correspondientes para la siembra, fertilización, cosecha, laboreo, etc.
- (b) Cumplir con toda la normativa vigente, así como los requerimientos de las autoridades competentes relativas al uso y conservación de suelos y aguas, utilización de pesticidas, sin que implique limitación, las leyes 15.239 y 18.564, sus modificativas, concordantes y por sus decretos reglamentarios y en general, toda otra norma de manejo de recursos renovables.
- (c) Realizar una rotación de cultivos para asegurar la conservación del suelo y evitar la erosión del mismo; o cualquier otra medida que requiera la normativa aplicable.
- (d) Dar al Inmueble el uso convenido, realizando sus mejores esfuerzos para preservarlo de

los daños que están a su alcance evitar, como ser la invasión de malezas y la producción de zanjas y erosiones o cualquier otro elemento de degradación por uso inadecuado de la tierra.

- (e) Atender razonablemente las propuestas del Comité de Vigilancia en cuanto a métodos de siembra, los valores que deberán tener los componentes de los suelos en las evaluaciones periódicas que podrán realizarse, medidas correctivas razonables a adoptar en caso de déficit de nutrientes, entre otros.
- (f) Reparar los bienes y mejoras afectados por su actividad, excepto aquellas que sean de cuenta de la Dadora.
- (g) Permitir las inspecciones que quiera realizar la Dadora por sí o por quien ésta designe y siempre que otorgue a la Tomadora un preaviso con un plazo razonable.
- (h) Dar al predio el uso convenido y a entregarlo al fin del contrato libre de ocupantes, herramientas y maquinarias de cualquier tipo; sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula 5.5 del presente Contrato.
- (i) Abonar los consumos de energía eléctrica, agua y similares correspondientes al Inmueble o que se originen por el uso y goce o disfrute del mismo. También corresponderá a la Tomadora el pago de los impuestos y demás tributos y/o erogaciones, cualesquiera que se deriven del uso u ocupación del Inmueble cuyo sujeto pasivo no sea la Dadora, o de la concesión de uso del agua y energía eléctrica, en caso de corresponder, conforme con lo que dispongan las leyes, decretos, ordenanzas o resoluciones de las autoridades públicas, así como también los aportes al organismo de la seguridad social y la contratación de seguro por accidentes de trabajo y enfermedades profesionales de sus dependientes y/o subcontratistas.
- (j) Abonar en tiempo y forma los aportes de la seguridad social correspondientes. La Tomadora pagará los aportes relativos al Banco de Previsión Social y todas las demás contribuciones que la Ley pone a cargo de quién realiza la explotación agropecuaria. Asimismo, la Tomadora y/o aquellos con quien subcontrate serán los únicos responsables del personal que empleen para llevar a cabo su explotación. En relación a los trabajadores a su cargo deberá la Tomadora y/o los sub-contratistas cumplir todas las obligaciones emergentes de la legislación laboral y de seguridad social, debiendo contratar a tales fines todos los seguros que imponga el régimen jurídico vigente. Es de exclusiva responsabilidad de la Tomadora cumplir estrictamente con toda la legislación y cualquier obligación de naturaleza laboral, previsional y de seguridad e higiene en el trabajo, actual o futura, derivada sin que implique limitación, de leyes, decretos, convenciones internacionales, laudos, etc., respecto de todos los empleados contratados por la Tomadora y/o por las personas subcontratadas por la Tomadora y afectados al cumplimiento de este contrato. La Dadora se reserva el derecho de exigir a la Tomadora y/o por las personas subcontratadas por ésta, que justifique que se encuentra al día en el pago de sus obligaciones laborales y de seguridad social, y que el personal se encuentra asegurado contra accidentes de trabajo ante el BSE. La Tomadora se obliga desde ya a mantener indemne a la Dadora y/o cualquier persona indemnizable, conforme a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso, por cualquier reclamo o pago a que se vea obligado a realizar, y deberá en todo caso reembolsar de inmediato cualquier suma que

éstos hubieran tenido que abonar a los empleados de la Tomadora o a terceros, derivada del incumplimiento de dichas obligaciones, así como cualquier gasto en que debiera incurrir y que tuviera relación con el incumplimiento de las mismas, incluidos gastos judiciales y extrajudiciales. Sin perjuicio de lo antedicho, la Dadora desde ya queda autorizada para compensar toda suma que la Dadora, en calidad de Fiduciaria del Fideicomiso deba abonar por obligaciones laborales, de seguridad social o de accidentes de trabajo correspondientes a personal de la Tomadora y/o a las personas subcontratadas por ésta, con los importes que deba a la Tomadora en virtud de los derechos derivados de los Certificados de Participación, de los que la Tomadora sea titular.

- (k) Proporcionar al Comité de Vigilancia y/o la Dadora, toda la información y/o documentación que éstos le requieran en referencia al cumplimiento del presente Contrato y el Plan de Negocios.
- (l) Entregar al Fiduciario y/o al Comité de Vigilancia, la información indicada en la cláusula 8.10 del Contrato de Fideicomiso.
- (m) Cumplir con cualquier otra obligación que resulten del Contrato de Fideicomiso en virtud de su calidad de Tomadora.
- (n) Tramitar y mantener vigentes las autorizaciones, permisos o habilitaciones nacionales o municipales que sean necesarias en virtud del destino, uso o goce del Predio Productivo (no comprende por tanto aquellas que correspondan en virtud de la calidad de propietario de los Predios Productivos); y (iii) en general, las relativas a cualquier construcción, reparación, reforma o mejora que deban realizarse en los Predios Productivos, aun cuando tales reparaciones, reformas o mejoras sean de cargo del propietario de los Predios Productivos, pero en este último caso, los costos y gastos derivados de las mismas serán de cargo del Fideicomiso y por ende, Gastos del Fideicomiso. En los demás casos regulados en esta cláusula, los costos y gastos derivados de tales autorizaciones, permisos o habilitaciones nacionales o municipales serán de cargo de la Tomadora.

SÉPTIMO: Mejoras.-

7.1. El Inmueble objeto del presente Contrato posee las siguientes mejoras: _____ [*a completarse de acuerdo a las mejoras que posea el respectivo Predio Productivo*]. Asimismo, conforme al Presupuesto de Reparaciones y/o Mejoras aprobado por el Comité de Vigilancia, se incorporarán con cargo al Patrimonio Fiduciario las siguientes mejoras: _____.

7.2. La Tomadora queda facultada para realizar todas las mejoras que sean necesarias a los efectos de desarrollar el destino referido en este Contrato. A título de ejemplo, podrá abrir nuevas porteras y remover, construir, mover o bajar alambrados para permitir el ingreso de máquinas, incluyendo de gran tamaño, y del personal contratado por la Tomadora; construir caminos internos para el pasaje de camiones y maquinas, incluyendo de gran tamaño.

La Tomadora no estará obligada al momento de finalizar el Contrato a restaurar los mismos a su estado inicial, ni a retirar las mejoras, cualquiera sea la causa de finalización del Contrato.

A la terminación del presente Contrato, las mejoras permanecerán en el Inmueble, cualquiera sea la causa de terminación de las mismas, sin que la Tomadora pueda reclamar se abone suma alguna por dicho concepto.

OCTAVO: Inversión en Riego.

Las Partes acuerdan que se instalará un Sistema de Riego en el Predio Productivo por un valor aproximado de USD..... (Dólares estadounidenses...) de conformidad con las características y pautas que se establecen en el Anexo B del presente conforme al Presupuesto de la Inversión en Riego aprobado por el Comité de Vigilancia. La Inversión en Riego será efectuada de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.9 del Contrato de Fideicomiso.

NOVENO: Recepción y entrega de los Inmuebles.-

9.1 Las Partes manifiestan que los caminos, porteras, alambrados perimetrales y mejoras se encuentran en _____ [*establecer estado de conservación*].

9.2 El Inmueble es entregado en el día de hoy a la Tomadora, libre de ocupantes y la Tomadora lo recibe en dichas condiciones de conformidad.

DÉCIMO: Enajenación del Inmueble.-

En caso de enajenación del Inmueble, el adquirente deberá en todos los casos respetar en todos sus términos el presente Contrato, teniendo todos los derechos y sujetándose a todas las obligaciones que emergen del mismo.

DÉCIMO: Riesgo de la gestión.-

La Tomadora tiene a su exclusivo cargo la responsabilidad y el riesgo de la gestión de la actividad agrícola y ganadera (en caso que la realice por sí) y de todos los elementos que componen la Producción Bruta y todos sus accesorios.

DÉCIMO PRIMERO: Indivisibilidad.-

Se conviene la indivisibilidad del objeto de las obligaciones pactadas.

DÉCIMO SEGUNDO: Mora automática. Tolerancia.-

12.1 Se pacta la mora automática, la cual operará por el simple incumplimiento de cualquiera de las obligaciones previstas en el presente Contrato, sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial de especie alguna. En lo que respecta al pago del precio bajo el presente Contratos, la Tomadora incurrirá en mora por la falta del pago del mismo luego de pasados treinta (30) días inmediatos siguientes a la intimación judicial que se le efectúe específicamente al efecto, la cual no podrá ser hecha sino quince días después de aquel en que el pago debió efectuarse (art. 46 del Decreto Ley 14.384).

13.2 Ninguna demora u omisión en el ejercicio de cualquier derecho, facultad o recurso resultante del presente Contrato perjudicará los derechos o facultades del Fiduciario, ni podrá interpretarse como renuncia de los mismos.

DÉCIMO TERCERO: Notificaciones y domicilios.-

13.1 Toda notificación deberá realizarse por medios fehacientes en los domicilios constituidos, considerándose medios fehacientes, entre otros, el telegrama colacionado con aviso de entrega, cartas certificadas con acuse de recibo y las cartas que fueran firmadas por quien recibe la carta dejando constancia del nombre y cargo de quien la recibe.

13.2 El período de tiempo dentro del cual debe darse una respuesta o realizarse una determinada acción en relación a la notificación o comunicación recibida empezará a correr a partir del Día Hábil siguiente al de su recepción, si el plazo fuera establecido en Días Hábiles, o a partir del día siguiente, si el plazo fuera establecido en días corridos.

DÉCIMO CUARTO: Garantía.-

En garantía del cumplimiento de sus obligaciones, la Tomadora, simultáneamente al presente, grava con derecho de prenda sin desplazamiento de primer grado a favor del Dador, bajo la modalidad llamada "flotante" de conformidad a lo establecido en el artículo 3 de la Ley Nº 17.228, el 23% de: i) los cultivos de granos a desarrollarse en el Inmueble, ii) las cosechas obtenidas en virtud de los cultivos referidos precedentemente y iii) las indemnizaciones que correspondan en caso de siniestro que afecte los bienes objeto de la prenda en virtud de los seguros contratados por la Tomadora, en las condiciones que resulten del Contrato de Prenda de Granos.

El monto de granos afectados bajo la presente prenda será como mínimo equivalente a 600kg de soja por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola y a 1.200kg de maíz por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola.

DÉCIMO QUINTO: Seguros.-

15.1 La Tomadora se obliga a contratar los siguientes seguros dentro del plazo máximo de sesenta días corridos desde la siembra del cultivo, los cuales deberá mantener vigente durante todo el término del ciclo biológico de cada cultivo:

- i) Para los cultivos de invierno (cebada y trigo) seguros que den cobertura contra riesgo granizo, incendio de rastrojos e incendio de cultivos, pérdida total. Exclusivamente para la cebada, se contratará una cobertura por vientos.
- ii) Para los cultivos de verano (soja, maíz y sorgo) seguros que den cobertura contra riesgo granizo, incendio de rastrojos e incendio de cultivos. Exclusivamente para la soja, se contratará una cobertura por vientos, pérdida total e imposibilidad de cosechar mecánicamente por falta de piso.

15.2 La Tomadora deberá notificar a la Dadora las fechas de siembra previstas en forma previa a su realización. Asimismo, se obliga a contratar las coberturas adicionales que establezca el Fiduciario, de conformidad con lo dispuesto en la cláusula 8.6 del Contrato de Fideicomiso.

DÉCIMO SEXTO: Jurisdicción y Competencia.-

Excepto para aquellas cuestiones que requieran preceptivamente la jurisdicción de los Tribunales Ordinarios –en cuyo caso serán competentes los tribunales de Montevideo-, todas las diferencias, desavenencias y/o controversias que se produzcan entre las partes, y que tengan relación o se deriven de este Contrato, serán resueltas en arbitraje, observándose, tanto para la designación de los árbitros como para el procedimiento arbitral, las disposiciones contenidas en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje, Corte de Arbitraje Internacional para el Mercosur de la Bolsa de Comercio del Uruguay. El lugar o sede del arbitraje será en Montevideo, Uruguay y el idioma en que deberá desarrollarse el procedimiento arbitral será el español. El número de árbitros será de tres. Los árbitros fallarán sobre el fondo del asunto de acuerdo la ley de la República Oriental del Uruguay y no fallarán por equidad.

DÉCIMO SÉPTIMO: Registro.-

Las partes declaran que siendo el destino de aparcería de naturaleza rural, este Contrato se registrará por las disposiciones del Dec.-Ley Nº 14.384 y la Ley No. 16.223, siendo de cargo y costo de la Tomadora la inscripción del mismo en el Registro de la Propiedad, Sección Inmobiliaria de _____ dentro de un plazo máximo de diez Días Hábiles.

En caso de incumplimiento de la obligación de inscribir por parte de la Tomadora, la Dadora queda desde ya autorizada a realizar la inscripción, a cuyos efectos la Tomadora deberá facilitar lo que fuere necesario a tales efectos.

DÉCIMO OCTAVO: Subaparcería y cesión.-

La Tomadora no podrá ceder total o parcialmente el presente Contrato, sin autorización previa y por escrito de la Dadora.

La Tomadora no podrá celebrar contratos de subaparcería total o parcial respecto del Inmueble, salvo autorización expresa y por escrito de la Dadora.

DÉCIMO NOVENO: Declaraciones.-

La Tomadora declara y garantiza que:

- i. Las fracciones de campo dadas en aparcería son aptas para el desarrollo de la actividad agrícola que pretende llevar a cabo.
- ii. La ejecución y el otorgamiento de este Contrato no violan ningún acuerdo del cual la Tomadora sea parte.
- iii. La Tomadora es una sociedad debidamente constituida de acuerdo con las leyes de la República Oriental del Uruguay.

- iv. La Tomadora cuenta con todos los requisitos y/o autorizaciones legales y reglamentarias vigentes para ser titular del derecho de explotación de inmuebles rurales, sin que implique limitación la prevista en la Ley 18.092 modificativas y concordantes.
- v. Conocer y aceptar el Contrato de Fideicomiso, Prospecto y correspondientes anexos, según estos términos se definen en el Prospecto del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas.

VIGÉSIMO: Otorgamiento.-

Para constancia se firman tres ejemplares del mismo tenor en el lugar y fecha indicados en la comparecencia.

p. Bearing Agro S.A.

Firma:

Aclaración:

p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Firma:

Firma:

Aclaración:

Aclaración:

ANEXO III

MODELO DE CONTRATO DE PRENDA DE GRANOS

CONTRATO DE PRENDA SIN DESPLAZAMIENTO

En _____, el __ de ____ del año _____, entre:

POR UNA PARTE:

TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A., inscrita en el RUT con el número 215314520016, en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, con domicilio en Andes 1365 p.14 de Montevideo, representada en este acto por _____, documento nacional de identidad _____ en su calidad de _____ (en adelante, el "Fiduciario"), y

POR OTRA PARTE:

BEARING AGRO S.A., inscrita en el RUT con el número 216735150019, con domicilio en Schroeder 6558 oficina 904 de Montevideo, representada en este acto por _____, titular del _____ número _____ en su calidad de _____ (en adelante, el "Aparcero" y conjuntamente con el Fiduciario, las "Partes"),

convienen la celebración del siguiente Contrato de Prenda Sin Desplazamiento (en adelante, el "Contrato de Prenda de Granos").

PRIMERO: Antecedentes.-

1.1 En el día de hoy, el Fiduciario, en su rol de fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, (en adelante, el "Fideicomiso") constituido por Contrato de Fideicomiso Financiero suscripto entre las Partes con fecha _____ de 2014 (en adelante, "Contrato de Fideicomiso"), celebró con el Aparcero, un contrato de aparcería (en adelante, el "Contrato de Aparcería") respecto del inmueble rural _____ [*describir datos y ubicación del inmueble*] (en adelante, el "Predio Productivo"). El Área Agrícola del Inmueble se identifica como Anexo A.

1.2 En virtud del Contrato de Aparcería, el Aparcero recibe el uso y goce del Predio Productivo con destino principalmente agrícola. En el área agrícola del Inmueble el Aparcero podrá cultivar maíz, soja, sorgo, trigo, entre otros granos, con el apoyo de Sistemas de Riego, que serán incorporados al Predio Productivo con cargo al Patrimonio Fiduciario.

1.3 De conformidad con el Contrato de Aparcería, el Aparcero se obliga a abonar al Fiduciario, en carácter de precio el 23% (veintitrés por ciento) de la Producción Bruta. Se entenderá por Producción Bruta el total de los bienes o ingresos que deriven directa o indirectamente de la explotación agrícola de los Predios Productivos, incluyendo también el total de la producción pecuaria, en el eventual caso que el Aparcero resuelva desarrollar dicha actividad en las áreas que no son susceptibles de explotación agrícola; los ingresos que el Aparcero efectivamente perciba, en el eventual caso que suscriba contratos de pastoreo con operadores ganaderos u

otras figuras similares; así como los ingresos en virtud de cualquier otro contrato o actividad que realice el Aparcero con relación a los Predios Productivos y/o sus mejoras con el objeto de generar ingresos, como ser, a título de ejemplo, el otorgamiento de subcontratos de riego; sin deducir los costos, tributos y/o gastos asociados a su obtención incurridos por el Aparcero, con excepción de los siguientes: i) las deducciones derivadas de las Retenciones No Recuperables; y ii) de los costos incurridos para la comercialización de tales bienes (que incluyen a título de ejemplo, flete, secada, acondicionamiento de granos, entre otros). También incluye los importes que el Aparcero deba abonar en caso de adquirir para sí producción obtenida como consecuencia de la explotación agrícola con el objeto de producir semilla a ser empleada en futuras campañas agrícolas, de conformidad con lo establecido en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso y en general, cualquier ingreso derivado de la explotación de los mismos.

1.4 Conforme a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y en el Contrato de Aparcería, el Aparcero se obliga a contratar los siguientes seguros dentro del plazo máximo de sesenta días corridos desde la siembra del cultivo respectivo, los cuales deberá mantener vigente durante todo el término del ciclo biológico de cada cultivo: (i) para los cultivos de invierno (cebada y trigo) seguros que den cobertura contra riesgo granizo, incendio de rastrojos e incendio de cultivos, pérdida total. Exclusivamente para la cebada, se contratará una cobertura por vientos; (ii) para los cultivos de verano (soja, maíz y sorgo) seguros que den cobertura contra riesgo granizo, incendio de rastrojos e incendio de cultivos. Exclusivamente para la soja, se contratará una cobertura por vientos, pérdida total e imposibilidad de cosechar mecánicamente por falta de piso. Asimismo, el Aparcero se obliga a contratar las coberturas adicionales que establezca el Comité de Vigilancia, de conformidad con lo dispuesto en la cláusula 8.6 del Contrato de Fideicomiso. Por su parte, el Aparcero podrá resolver la contratación de coberturas adicionales. (en adelante, todos los derechos derivados de los contratos y pólizas de seguros obligatorios referidos, así como los adicionales que determine el Aparcero o el Comité de vigilancia, los “Seguros”).

1.5 De acuerdo a lo estipulado en el Contrato de Fideicomiso y en el Contrato de Aparcería, en garantía del cumplimiento de las obligaciones asumidas por el Aparcero en virtud del Contrato de Fideicomiso y del presente Contrato, el Aparcero gravará con prenda sin desplazamiento de primer grado a favor del Fiduciario, el 23% de: i) los cultivos de granos a desarrollarse en el Predio Productivo; ii) las cosechas obtenidas en virtud de los cultivos referidos precedentemente; y iii) las indemnizaciones que correspondan en caso de siniestro que afecte los bienes objeto de la prenda en virtud de los Seguros contratados por el Aparcero.

1.6 En mérito a lo anterior, las Partes suscriben el presente Contrato de Prenda de Granos, por el cual se constituye derecho real de prenda conforme a lo previsto en este Contrato y en la Ley N° 17.228 (Ley de Prenda sin Desplazamiento).

1.7 Los términos en mayúscula incluidos en el presente Contrato tendrán la misma definición prevista en el Contrato de Fideicomiso, salvo que expresamente se prevea una definición diferente.

1.8 En caso de diferencias o contradicción entre lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y lo pactado en este Contrato, prevalecerá lo pactado en el Contrato de Fideicomiso.

SEGUNDO: Objeto.-

2.1 Por medio del presente Contrato, en garantía de las obligaciones asumidas por el Aparcero en virtud del Contrato de Fideicomiso y del presente Contrato, el Aparcero grava con prenda sin desplazamiento de primer grado a favor del Fiduciario, quien actúa en representación del Fideicomiso, en garantía del cumplimiento de las Obligación Garantizada, el 23% de: i) los cultivos a desarrollarse en el Predio Productivo en el área agrícola que se identifica como Anexo A; ii) las cosechas obtenidas en virtud de dichos cultivos; iii) las indemnizaciones que correspondan en caso de siniestro que afecte los bienes objeto de la prenda en virtud de los Seguros contratados por el Aparcero. El monto de granos afectados bajo la presente prenda será como mínimo equivalente a 600kg de soja por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola y a 1.200kg de maíz por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola.

2.2 El primer cultivo a implantarse en el área agrícola será de los siguientes granos: ____ [identificar granos].

2.3 Se pacta expresamente que la prenda que se constituye en virtud del presente Contrato, pertenecerá a la modalidad llamada "flotante" de conformidad a lo establecido en el artículo 3 de la Ley 17.228. En virtud de tal carácter, queda entendido que quedan comprendidos en la prenda todos los cultivos de cualquier especie que se incorporen al Predio Productivo sustituyendo o complementando a los cultivos originalmente identificados.

2.4 El Aparcero deberá notificar a la empresa aseguradora, al momento de contratarse la cobertura (lo cual acontecerá dentro de un plazo máximo de 60 días desde la siembra del cultivo), la prenda constituida en virtud del Contrato de Prenda de Granos, y en cuyo mérito, el 23% de los importes que eventualmente deban ser abonados bajo los seguros contratados deberán depositarse en la Cuenta Recaudadora. La prenda se extiende a todos los créditos derivados de los contratos y pólizas de seguros, así como cualquier modificación, novación y/o sustitución de las mismas. El Aparcero deberá entregar al Fiduciario evidencia de haber cumplido con esta obligación dentro de los diez Días Hábiles de su contratación.

2.5 La presente prenda garantiza el fiel y puntual cumplimiento de todas y cada una de las obligaciones que el Aparcero mantenga en la actualidad o haya de mantener en el futuro en virtud del Contrato de Fideicomiso. Esta prenda es sin perjuicio de la garantía común de todos los bienes y derechos del dador, conforme al artículo 2372 del Código Civil. Desde ya se declara expresamente que se da por adelantado la aceptación exigida en los artículos 1542 y 1004 de los Códigos Civil y de Comercio, respectivamente.

TERCERO: Venta de la cosecha objeto de la prenda. Notificación.-

El Aparcero está autorizado a vender y hacer tradición de los granos cosechados objeto de la prenda, sujeto a que simultáneamente a que se acuerde la venta, el Aparcero notifique al comprador que la totalidad de los importes derivados de la venta deberán abonarse en la Cuenta Recaudadora.

CUARTO: Otras obligaciones del Aparcero.-

El Aparcero se obliga a:

4.1 Actuar con la debida diligencia, realizando sus mejores esfuerzos para conservar los bienes objeto de la presente prenda en perfecto estado.

4.2 Informar al Fiduciario cualquier siniestro que pudiera afectar los bienes objeto de la presente prenda, dentro del plazo de cinco Días Hábiles desde la verificación de dicho evento y deberá realizar y/o colaborar con todos aquellos actos que sean necesarios para no perjudicar, frustrar o de algún modo afectar los derechos conferidos al Fiduciario bajo el presente Contrato.

4.3 Otorgar la documentación necesaria para la reinscripción de la presente prenda sin desplazamiento, según corresponda.

4.4 Informar al Fiduciario sobre cualquier circunstancia que pueda determinar la rescisión del contrato y/o las pólizas de Seguros o los derivados de la comercialización de la Producción Bruta.

QUINTO: Declaraciones del Aparcero.-

El Aparcero declara y garantiza:

5.1 Que la presente constitución de prenda se efectúa con la concurrencia de todas las aprobaciones internas necesarias, sin violación de disposición legal, estatutaria, de asamblea o contractual alguna, y que ninguna autorización adicional es requerida.

5.2 Que se han cumplido todas las formalidades necesarias para la validez de este Contrato y en consecuencia las obligaciones a cargo del Aparcero contenidas en el mismo constituyen obligaciones válidas y vinculantes cuyo cumplimiento puede serle exigido.

5.3 Que no se halla en situación de incumplimiento en virtud de ningún acuerdo, contrato u obligación en que sea parte o por el que pueda estar obligada, ni tampoco respecto a ninguna orden, auto, requerimiento judicial, intimación, decreto o demanda de ninguna corte, tribunal u organismo gubernamental, en todos estos casos de manera tal que ni su capacidad financiera ni la de llevar a cabo el presente se pueda ver afectada.

SEXTO: Vigencia de la Prenda.-

La prenda se extinguirá una vez extinguidas las obligaciones garantizadas.

SÉPTIMO: Mora automática.-

Las Partes caerán en mora en forma automática sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial alguna, por el sólo vencimiento de los términos y plazos pactados y/o el incumplimiento de cualquiera de las obligaciones aquí pactadas, o en toda otra documentación relacionada con este Contrato.

OCTAVO: Jurisdicción y Ley aplicable.-

8.1 El presente Contrato se rige por y está sujeto a las leyes de la República Oriental del Uruguay.

8.2 Todas las diferencias, desavenencias y/o controversias que se produzcan entre las partes, y que tengan relación o se deriven de este Contrato, serán resueltas en arbitraje, observándose, tanto para la designación de los árbitros como para el procedimiento arbitral, las disposiciones contenidas en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje, Corte de Arbitraje Internacional para el Mercosur de la Bolsa de Comercio del Uruguay. El lugar o sede del arbitraje será en Montevideo, Uruguay y el idioma en que deberá desarrollarse el procedimiento arbitral será el español. El número de árbitros será de tres. Los árbitros fallarán sobre el fondo del asunto de acuerdo la ley de la República Oriental del Uruguay y no fallarán por equidad.

NOVENO: Domicilios y notificaciones.-

9.1 Toda notificación deberá realizarse por medios fehacientes en los domicilios constituidos, considerándose medios fehacientes, entre otros, el telegrama colacionado con aviso de entrega, cartas certificadas con acuse de recibo y las cartas que fueran firmadas por quien recibe la carta dejando constancia del nombre y cargo de quien la recibe.

9.2 El período de tiempo dentro del cual debe darse una respuesta o realizarse una determinada acción en relación a la notificación o comunicación recibida empezará a correr a partir del Día Hábil siguiente al de su recepción, si el plazo fuera establecido en Días Hábiles, o a partir del día siguiente, si el plazo fuera establecido en días corridos.

DÉCIMO: Inscripción.-

Las Partes acuerdan inscribir el presente contrato en el Registro de la Propiedad Mobiliaria del Departamento de _____, Sección Prenda sin Desplazamiento, para lo cual solicita la certificación notarial de la firma puesta al pie del presente.

El Aparcero deberá inscribir el presente Contrato dentro de un plazo máximo de diez Días Hábiles desde su otorgamiento. En caso de incumplimiento de dicha obligación, el Fiduciario queda desde ya autorizado a realizar la inscripción, a cuyos efectos el Aparcero deberá facilitar lo que fuera necesario a tales efectos.

DÉCIMO PRIMERO: Ejecución prendaria.

El incumplimiento por parte del Aparcero de cualquiera de las obligaciones que esta prenda garantiza, confiere derecho al Fiduciario a exigir sin más trámite el pago de lo adeudado, procediendo a la ejecución judicial o extrajudicial de la prenda, a elección del Fiduciario. En caso de ejecución judicial, la acción se promoverá ante el Juez competente del lugar convenido para el pago o el del domicilio del Fiduciario en la República Oriental del Uruguay, todo ello a elección del Fiduciario, renunciando el Aparcero a favor del Fiduciario, a todos los tramites, términos y beneficios del juicio ejecutivo, aceptando que los bienes y créditos prendados sean rematados sin base y al mejor postor sin previa tasación en uno o varios lotes, en el lugar y por el martillero que designe el Fiduciario de común acuerdo. Si el Fiduciario optase por ejecución extrajudicial, la

venta se efectuara en remate público, sin base y al mejor postor de conformidad con lo establecido por el artículo 2308 y siguientes del Código Civil de la República Oriental del Uruguay. El Aparcero satisfará los tributos judiciales, costos, daños y perjuicios y demás gastos que la cobranza del crédito pueda originar, los gastos de tasación y retasaciones, así como los tributos que graven actualmente o en el futuro esta clase de operación.

Para el caso de ejecución el Aparcero acepta desde ya las liquidaciones que formule el Fiduciario, y en caso de tener observaciones que hacer a las mismas deberá plantearlas en juicio ordinario, no obstando ello a la prosecución de la ejecución prendaria, hasta su terminación.

DÉCIMO SEGUNDO: Otorgamiento.-

Para constancia se firman tres ejemplares de un mismo tenor en el lugar y fecha indicados en la comparecencia.

p. BEARING AGRO S.A.

Firma:

Aclaración:

p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Firma:

Firma:

Aclaración:

Aclaración:

ANEXO IV

MODELO DE DOCUMENTO DE EMISIÓN CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

DOCUMENTO DE EMISIÓN

En la ciudad de Montevideo, con fecha _____, TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en su calidad de fiduciario del “**Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas**” (en adelante el “Fiduciario”), constituyendo a estos efectos domicilio en _____ de la ciudad de Montevideo, Uruguay, emite Certificados de Participación conforme a los siguientes términos y condiciones.

1. Antecedentes.-

1.1 Por Contrato de Fideicomiso Financiero de fecha ____ de 2016 (en adelante el “Contrato de Fideicomiso”) celebrado entre el Fiduciario y Bearing Agro S.A., en su calidad de Fideicomitente se constituyó el Fideicomiso Financiero Tierra Irrigadas.

1.2 Por el presente Documento de Emisión, el Fiduciario emite Certificados de Participación a favor de sus titulares, de acuerdo a los términos y condiciones que se indican a continuación.

1.2 La presente emisión de Certificados de Participación se realiza en un todo conforme con la ley 18.627 de fecha 2 de diciembre de 2009 y reglamentaciones vigentes, y fue inscripta en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay según Resolución de fecha ____, que habilita su oferta pública bajo la ley 18.627.

1.4 Los derechos de los titulares de los Certificados de Participación están sujetos a las limitaciones y condiciones establecidas expresamente en el Prospecto, en el Contrato de Fideicomiso y en el presente Documento de Emisión. Por el hecho de adquirir los Certificados de Participación, los titulares manifiestan conocer el Prospecto y el Contrato de Fideicomiso y declaran aceptar todos los términos de los mismos.

1.5 Los términos en mayúscula incluidos en el presente Contrato tendrán la misma definición prevista en el Contrato de Fideicomiso, salvo que expresamente se prevea una definición diferente.

1.6 En caso de diferencias o contradicción entre lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y lo establecido en este documento, prevalecerá lo pactado en el Contrato de Fideicomiso.

2. Monto y moneda.

Por el presente documento, se emiten Certificados de Participación por un monto de USD _____ (dólares estadounidenses _____ millones), los cuales corresponden a los valores efectivamente integrados en el marco de la [la Primera Integración/la Segunda Integración/la Última Integración]. El valor nominal de cada Certificados de Participación será de USD 1000 (dólares estadounidenses mil).

No se admitirán transferencias, gravámenes o afectaciones fraccionadas de los Certificados de Participación.

3. Pagos bajo los Certificados de Participación.-

3.1 Los Certificados de Participación confieren a sus titulares:

- i) el derecho a percibir los Pagos Periódicos, es decir, el derecho a percibir en las Fechas de Pago previstas en la cláusula 9.2 del Contrato de Fideicomiso, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos, el remanente de los ingresos derivados de la comercialización del 23% de la Producción Bruta, una vez deducidos los conceptos que se indican a continuación y siempre de acuerdo al siguiente orden de prelación: a) la totalidad de los Gastos del Fideicomiso devengados hasta la fecha de pago que estuvieran pendientes de pago; b) recomponer la Cuenta de Gastos de acuerdo a la previsión de Gastos vigente para el año en curso; c) la constitución o recomposición de la Reserva Contingente, en caso de corresponder. El monto a distribuir nunca podrá exceder: a) el monto que resulte de la sumatoria de los rubros patrimoniales “Resultados del Ejercicio” y “Resultados acumulados” que surjan de los estados contables anuales auditados al 31 de diciembre inmediato anterior (cláusula 12.1.iii del Contrato de Fideicomiso) con relación a los pagos de fecha 15 de abril, o de los estados contables semestrales con revisión limitada (cláusula 12.1.ii del Contrato de Fideicomiso) al 30 de junio inmediato anterior (con las correspondientes amortizaciones y previsiones necesarias, incluso la deducción por pérdidas anteriores) con relación a los pagos de fecha 15 de setiembre; b) y los fondos disponibles en la Cuenta Recaudadora a la Fecha de Pago;
- ii) en los supuestos de Liquidación Parcial, el derecho a percibir los Pagos por Liquidación Parcial, es decir, el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos, una vez deducidos los importes necesarios para cubrir lo siguiente de acuerdo al orden de prelación que se indica: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso devengados pendientes de pago que no pudieran ser atendidos con los fondos existentes en la Cuenta de Gastos; b) recomponer la Cuenta de Gastos en caso de corresponder, si los fondos existentes en la Cuenta de Gastos no fueran suficientes de acuerdo a la previsión de gastos realizada para el año en curso; c) la constitución de la Reserva Contingente, en caso de corresponder.
- iii) en los supuestos de Liquidación Total, el derecho a percibir los Pagos por Liquidación Total, esto es la totalidad de los fondos líquidos que existan en el Patrimonio Fiduciario (incluyendo el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos) que resulten de los estados contables a la fecha de liquidación del Fideicomiso, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación; una vez deducidos de acuerdo al siguiente orden de prelación, los importes necesarios para: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso; b) constituir la Reserva Fija conforme a lo previsto en la cláusula 19.2 del Contrato de Fideicomiso.

Se deja expresa constancia que los pagos que por cualquier concepto pudieran corresponder a

los titulares de los Certificados de Participación, se encuentran todos totalmente subordinados a la cancelación previa de la totalidad de los Gastos del Fideicomiso, a la recomposición de la Cuenta de Gastos y/o a la constitución previa o recomposición de la Reserva Contingente o la Reserva Fija, según lo indicado precedentemente.

Asimismo, se deja expresa constancia que los Pagos Periódicos se encuentran todos totalmente subordinados al pago de los importes derivados de la comercialización de la Producción Bruta por parte de los respectivos compradores al Fiduciario, la disponibilidad de los fondos en la Cuenta Recaudadora a la Fecha de Pago, y a la existencia de resultados acumulados y resultados del ejercicio que arrojen los estados contables aplicables en cada caso por al menos el equivalente al importe a distribuir; no asumiendo el Fiduciario responsabilidad alguna al respecto. Por tanto, en ningún caso se le exigirá al Fiduciario realizar los pagos previstos en el presente con fondos de su patrimonio personal o con fondos disponibles en el Patrimonio Fiduciario depositados en la Cuenta de Gastos o en la Cuenta Reserva y/o que no resulten de la comercialización de la Producción Bruta.

Los Pagos por Liquidación Parcial, se encuentran todos totalmente subordinados al pago de los importes derivados de la enajenación de los Predios Productivos, no asumiendo el Fiduciario responsabilidad alguna al respecto, por lo que en ningún caso se le exigirá al Fiduciario realizar los pagos previstos en el presente con fondos de su patrimonio personal o con fondos disponibles en el Patrimonio Fiduciario depositados en la Cuenta de Gastos o en la Cuenta Reserva, y/o que no resulten de la enajenación de los Predios Productivos.

Asimismo, se deja constancia que, en caso que conforme a lo previsto en la cláusula 12.2 del Contrato de Fideicomiso se hubiere recibido alguna observación con relación a los estados contables referidos en dicha cláusula, a los montos a los que ascienden los Pagos Periódicos o los Pagos por Liquidación Parcial o Total, los pagos previstos en la presente cláusula no serán abonados hasta tanto se resolvieren dichas observaciones en forma tácita o expresa, o en caso contrario, se reciba una instrucción expresa de la Mayoría Absoluta de los Titulares respecto de los pagos a realizar, en cuyo caso el Fiduciario quedará exento de responsabilidad.

3.2 Los Pagos Periódicos serán abonados a los Titulares de los Certificados de Participación, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos a la fecha respectiva, los 15 de abril y 15 de septiembre de cada año, conforme a lo previsto en la cláusula 3.1 (i) precedente y 9.1 (i) del Contrato de Fideicomiso.

Los Pagos por Liquidación Parcial que correspondan como consecuencia de la Liquidación Parcial del Fideicomiso serán abonados a los Titulares dentro del plazo de treinta Días Hábiles desde la recepción del precio de enajenación de los Predios Productivos, conforme a lo previsto en la cláusula 3.1 (ii) precedente y 9.1 (ii) del Contrato de Fideicomiso.

Los pagos por Liquidación Total que correspondan como consecuencia de la Liquidación Total del Fideicomiso serán abonados a los Titulares dentro del plazo de ciento veinte Días Hábiles desde la culminación del proceso de liquidación conforme a lo previsto en la cláusula 3.1 (iii) precedente y 9.1 (iii) y 19.3. del Contrato de Fideicomiso.

Los pagos serán realizados por Scotiabank Uruguay S.A. en su calidad de agente de pago de la emisión, previa provisión de fondos.

3.3 Los pagos se realizarán por el Agente de Pago a través de transferencia electrónica a la cuenta indicada por el titular a tales efectos al momento de anotarse en el Registro. En caso que el titular cierre la cuenta indicada, los pagos serán retenidos hasta tanto el titular informe al Fiduciario una nueva cuenta. Llegado el vencimiento de los Certificados de Participación sin que el titular hubiese informado una nueva cuenta, el Fiduciario podrá consignar los importes acumulados judicialmente.

El Agente de Pago no asume responsabilidad alguna ante el titular en caso de que dicha transferencia no fuera posible, o si se produjeran demoras o inconvenientes de cualquier naturaleza durante la transferencia, salvo casos de dolo o culpa grave de los mismos.

El Agente de Pago cumplirá con ordenar la transferencia a la cuenta indicada por el titular, siendo todos los riesgos y costos asociados a la misma de cuenta de dicho titular.

3.4 LOS PAGOS BAJO LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN SERÁN ÚNICAMENTE SATISFECHOS CON LOS ACTIVOS QUE FORMAN PARTE DEL PATRIMONIO FIDUCIARIO DEL FIDEICOMISO TIERRA Y RIEGO DE ACUERDO CON EL ARTÍCULO 8 DE LA LEY 17.703.

NI EL FIDUCIARIO, NI LA ENTIDAD REPRESENTANTE, NI EL AGENTE DE PAGO, NI LA ENTIDAD REGISTRANTE NI LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO ASUMEN RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL ALGUNA FRENTE A LOS TITULARES, POR LA FALTA DE PAGO DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN.

LOS BIENES DEL FIDUCIARIO, DE LA ENTIDAD REPRESENTANTE, DEL AGENTE DE PAGO, DE LA ENTIDAD REGISTRANTE Y DE LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO, NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS EN LA EJECUCIÓN DEL FIDEICOMISO Y POR LA EMISIÓN DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION.

4. Plazo.

Los Certificados de Participación existirán hasta la liquidación total del Patrimonio Fiduciario.

Conforme a lo establecido en la cláusula Cuarto del Contrato de Fideicomiso, el Fideicomiso tendrá un plazo de 15 (quince) años contados desde la Fecha de Emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración, sin perjuicio de las situaciones de extinción anticipada o prórroga del Fideicomiso previstas en dicha cláusula.

Transcurrido el plazo referido precedentemente, deberá iniciarse el proceso de liquidación del Patrimonio Fiduciario, de acuerdo a lo establecido en la cláusula Vigésimo del Contrato de Fideicomiso.

5. Forma de los Certificados de Participación. Registro.-

En cumplimiento de lo dispuesto por la Ley 18.627 los Certificados de Participación serán escriturales, siendo de aplicación los artículos 14 y siguientes de la Ley 18.627. A tales efectos, el Fiduciario y Bolsa de Valores de Montevideo han suscripto un Contrato de Entidad Registrante en virtud del cual, Bolsa de Valores de Montevideo asume la calidad de entidad registrante. La

Entidad Registrante llevará un Registro en el que se el número de orden de cada Certificados de Participación los pagos realizados por los mismos que corresponden a cada titular, y los datos identificatorios del titular. También se inscribirán en el Registro todos los negocios jurídicos que se realicen con los Certificados de Participación, y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas, así como sus modificaciones.

6. Actuación de los Titulares.-

Las disposiciones relativas a la actuación de los Titulares, a las Asambleas de Titulares, a su competencia y reglamentación, y a las resoluciones que obligan a todos los Titulares, se encuentran establecidas en el Contrato de Fideicomiso y en el Contrato de Entidad Representante.

Cualquier solicitud, requerimiento, autorización, instrucción, noticia, consentimiento, decisión y otra acción establecida en este Contrato de Entidad Representante, en el Contrato de Fideicomiso, y/o en los respectivos Documentos de Emisión de los Certificados de Participación o en cualquier otro contrato relacionado con la emisión como correspondiendo a los Titulares será adoptada en Asamblea de Titulares. ..

Toda resolución de Titulares se adoptará por el voto conforme de Titulares cuyos Certificados de Participación representen en conjunto un valor nominal superior al 50% del valor nominal de los Certificados de Participación emitidos y en circulación, excepto que el Contrato de Fideicomiso, el Contrato de Entidad Representante o el Documento de Emisión requieran una mayoría mayor.

El quórum de asistencia requerido para que la asamblea sesione válidamente será de Titulares que representen un porcentaje del valor nominal de los Certificados de Participación al día de la asamblea o al día de cierre de registro de la asamblea, si lo hubiere, que sea igual o mayor al porcentaje del valor nominal que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen. A fin de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto aquellos Certificados de Participación propiedad del Agente/Aparcero, o sus accionistas, empresas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 o cualquiera de las Personas Claves, en las Asambleas de Titulares que resuelvan: i) la remoción del Agente, la designación de los integrantes del Comité de Vigilancia y las cuestiones inherentes a su funcionamiento; ii) la remoción del Aparcero; iii) en las Asambleas de Titulares que resuelvan el mecanismo para recomponer la ecuación económica-financiera del Plan de Negocios y/o del (de los) Contrato(s) de Aparcería, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso; iv) aprobar modificaciones al Plan de Negocios y/o a(l) (los) Contrato(s) de Aparcería para recomponer su ecuación económica-financiera, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso; y v) en general, cualquier otra que implique la consideración de la eventual responsabilidad del Agente/Aparcero.

La Entidad Representante podrá exigirle al Agente/Aparcero y a las Personas Claves que declaren por escrito y bajo su responsabilidad si han adquirido, directa o indirectamente, Certificados de Participación o si está en conocimiento de que lo hayan hecho sus accionistas, vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 y que indique su monto. También podrá exigirles a los Titulares que declaren bajo su responsabilidad si están incluidos en la situación prevista en las normas referidas

precedentemente.

Toda decisión adoptada en una Asamblea de Titulares regularmente celebrada por el voto de Titulares que representen el capital requerido para dicha decisión, será obligatoria para todos los Titulares, aún para los ausentes o disidentes.

La Asamblea de Titulares, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Certificados de Participación representen en su conjunto un valor nominal superior al 75% del total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación, podrá resolver las siguientes cuestiones, sin perjuicio de las demás que surjan del Contrato de Fideicomiso: (i) resolver modificaciones en las Fechas de Integración para la Integración Diferida, de conformidad con lo establecido en la cláusula 5.2 del Contrato de Fideicomiso (ii) consagrar la forma de enajenación de los bienes del Patrimonio Fiduciario mediante la aprobación de los planes de liquidación preparados por el Agente; (iii) aprobar la extinción anticipada y la prórroga del plazo del Fideicomiso; (iv) resolver Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario en caso de resolverse la prórroga del Fideicomiso; (v) disponer la remoción del Agente y la designación del Agente Sustituto conforme a lo establecido en la cláusula 6.5 y 6.7 del Contrato de Fideicomiso; (vi) disponer la rescisión de los Contratos de Aparcería en los supuestos establecidos en la cláusula 8.11 del Contrato de Fideicomiso y la designación del (los) Aparcero(s) Sustituto(s) conforme a lo previsto en la cláusula 8.12 del Contrato de Fideicomiso; (vii) resolver la sustitución de la Entidad Representante; (viii) disponer la remoción del Fiduciario en las condiciones previstas en la cláusula 16.1 del Contrato de Fideicomiso y la designación del fiduciario sustituto; (ix) decidir respecto del veto a la modificación de las metas previstas en la cláusula 7.2 del Contrato de Fideicomiso; (x) resolver la forma de administración y liquidación del patrimonio o la extinción del Fideicomiso, en el supuesto de insuficiencia patrimonial, conforme a lo previsto en los artículos 31 y 32 literal g) de la Ley de Fideicomisos; (xi) aprobar modificaciones al Plan de Negocios y/o al (los) Contratos de Aparcería para recomponer su ecuación económica financiera, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso; (xii) modificar las condiciones de emisión de los Certificados de Participación únicamente en cuanto a la reducción de cualquier pago que deba efectuarse bajo los Certificados de Participación.

Adicionalmente requerirán el consentimiento del Aparcero, las resoluciones de la Asamblea de Titulares que dispongan o afecten según el caso: (i) la extinción anticipada o prórroga del Contrato de Fideicomiso por circunstancias no previstas en la cláusula 4.2 y 4.3 del Contrato de Fideicomiso; (ii) las Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario fuera de las hipótesis de prórroga del Fideicomiso según lo establecido en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso; (iii) el derecho del Aparcero de obtener la renovación de los Contratos de Aparcería en el marco de lo dispuesto en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso; las resoluciones de la Asamblea de Titulares en relación a estas cuestiones que no cuenten con el consentimiento del Aparcero serán inoponibles al mismo.

La Entidad Registrante queda expresamente autorizada a proporcionar a la Entidad Representante, una nómina de los nombres y domicilios registrados de los Titulares, a efectos de que la Entidad Representante pueda convocar a los Titulares para que expresen su decisión sobre el tema que se trate. Al adquirir los Certificados de Participación, los Titulares reconocen y aceptan que autorizan expresamente a la Entidad Registrante a otorgar dicha información, con el alcance establecido en este párrafo.

7. Cotización.-

Los Certificados de Participación cotizarán en la Bolsa de Valores de Montevideo.

LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NO ASUME RESPONSABILIDAD ALGUNA, PRINCIPAL NI DE GARANTÍA, POR LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO, NI POR EL CONTENIDO DEL PROSPECTO, QUE TUVO A LA VISTA. ASIMISMO NI LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NI SUS DIRECTIVOS, GERENTES PRINCIPALES O ASESORES, EFECTÚAN UNA RECOMENDACIÓN O PREDICCIÓN ALGUNA RESPECTO DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PROSPECTO DE EMISIÓN, SOBRE EL FIDEICOMISO, SOBRE EL O LOS NEGOCIOS PROPUESTOS, NI SOBRE TODAS LAS INSTITUCIONES QUE EN FORMA DIRECTA O INDIRECTA PARTICIPAN EN O CON EL FIDEICOMISO, NI ASUMEN RESPONSABILIDAD ALGUNA PRINCIPAL NI DE GARANTÍA POR LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO. LA BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO NO ASUME LA OBLIGACIÓN DE REPRESENTAR A LOS TITULARES DE LOS VALORES EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO ANTE CUALQUIER INCUMPLIMIENTO DEL EMISOR, SALVO QUE LA INSTITUCIÓN HUBIERE SIDO DESIGNADA AGENTE REPRESENTANTE DE LOS MISMOS.

8. Entidad representante.

Bolsa de Valores de Montevideo actuará como Entidad Representante de los titulares de los Certificados de Participación, de acuerdo a lo previsto por el art. 73 de la Ley 18.627 y en el Contrato de Entidad Representante.

9. Ratificación y aceptación.

La adquisición de los Certificados de Participación por parte de los titulares supone la ratificación y aceptación del presente Documento de Emisión, el Prospecto, el Contrato de Fideicomiso, el(los) Contrato(s) de Aparcería, el(los) Contrato(s) de Prenda de Granos, el Contrato de Entidad Representante, el Contrato de Agente de Pago, el Contrato de Entidad Registrante así como de todos los demás contratos, estipulaciones, términos y condiciones de la emisión de los Certificados de Participación.

10. Comunicaciones.

Todas las notificaciones, solicitudes, demandas u otras comunicaciones que el Fiduciario realice a los titulares, se considerarán debidamente efectuadas cuando las mismas sean enviadas por cualquier medio fehaciente al domicilio que el titular de cada Certificado de Participación haya declarado en el Registro que lleva el Fiduciario.

11. Ley aplicable y jurisdicción competente.

Los Certificados de Participación y las relaciones entre el Fiduciario, el Fideicomiso y los titulares estarán sujetos a las leyes de la República Oriental del Uruguay.

Todas las diferencias, desavenencias y/o controversias que se produzcan en el marco del Contrato de Fideicomiso, y que tengan relación o se deriven del mismo, serán resueltas en arbitraje, observándose, tanto para la designación de los árbitros como para el procedimiento

arbitral, las disposiciones contenidas en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje, Corte de Arbitraje Internacional para el Mercosur de la Bolsa de Comercio del Uruguay. El lugar o sede del arbitraje será en Montevideo, Uruguay y el idioma en que deberá desarrollarse el procedimiento arbitral será el español. El número de árbitros será de tres. Los árbitros fallarán sobre el fondo del asunto de acuerdo la ley de la República Oriental del Uruguay y no fallarán por equidad.

p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Firma:

Firma:

Aclaración:

Aclaración:

ANEXO V

COMPROMISO DE SUSCRIPCIÓN E INTEGRACIÓN

Ff N° 809651

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

COMPROMISO DE SUSCRIPCIÓN E INTEGRACIÓN

En la ciudad de Montevideo, con fecha 15 de marzo de 2016 entre,

POR UNA PARTE

BEARING AGRO S.A., inscrita en el RUT con el número 216735150019, con domicilio en Dr. Alejandro Schroeder 6558 de esta ciudad, representada en este acto por Carlos Enrique Garbino, titular de la cédula de identidad uruguaya número 1.935.137-5 en su calidad de director, y Francisco Rodríguez Pitt, titular del DNI número 30.978.878 en su calidad de director; y

POR OTRA PARTE:

TMF URUGUAY ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS S.A., inscrita en el RUT con el número 215314520016, con domicilio en Andes 1365 p.14 de esta ciudad, representada en este acto por Pablo Gonzalez, titular de la cédula de identidad uruguaya número 2.916.114-0, y Martín Improta, titular de la cédula de identidad uruguaya número 3.101.204-0, en sus calidades de apoderados.

PRIMERO: Antecedentes.-

- 1.1 Con fecha 15 de marzo de 2016, las Partes celebraron un Contrato de Fideicomiso Financiero, por el cual se constituyó el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas (en adelante, el "Fideicomiso Financiero"), para la emisión de Certificados de Participación escriturales de oferta pública por hasta un monto máximo de USD 50.000.000 (dólares estadounidenses cincuenta millones) (en adelante, el "Monto Máximo de Emisión") y un monto mínimo de USD 30.000.000, a los efectos de ejecutar el Plan de Negocios respectivo, que consiste en la adquisición de Predios Productivos para su explotación mediante Contratos de Aparcería (en adelante, el "Contrato de Fideicomiso").
- 1.2 Conforme lo establecido en el Prospecto, la suscripción de los Certificados de Participación se efectuará en dos etapas; en la primera, se podrán suscribir Certificados de Participación por hasta USD 46.250.000 y en la segunda, se podrán suscribir Certificados de Participación por hasta el 8,2% de los montos suscriptos en la primera etapa, con un máximo de USD 3.750.000.

Es decir, en el segundo día del período de suscripción, se suscribirán Certificados de Participación por hasta un monto máximo equivalente al: (i) 8,2% del monto que efectivamente se haya suscripto en el primer día de suscripción, en caso que se hubieren recibido suscripciones inferiores a la suma de USD 46.250.000, o a (ii) USD 3.750.000 en caso que en el primer día del período de suscripción se hubieran recibido suscripciones iguales o por encima de USD 46.250.000.

En caso que en la segunda etapa del período de suscripción se reciban ofertas que superen el tope máximo de suscripción para dicha etapa (es decir, 8,2% de los montos suscriptos en la primera etapa, por hasta USD 3.750.000), y en la primera etapa no se hubiera alcanzado el máximo de suscripción permitida (esto es USD 46.250.000), las ofertas en exceso se imputarán haber sido realizadas en la primera etapa del período de suscripción.

En caso de existir exceso de demanda, los Certificados de Participación se adjudicarán a prorrata de las solicitudes realizadas a dicho precio.

1.3 El Fideicomitente tiene intención de suscribir e integrar la totalidad de los Certificados de Participación que se ofrezcan en la segunda etapa del período de suscripción, según lo descrito precedentemente.

1.4 En mérito a lo anterior, las Partes resuelven formalizar el presente Compromiso de Suscripción e Integración.

1.5 Los términos en mayúscula incluidos en el presente compromiso tendrán la misma definición prevista en el Contrato de Fideicomiso, salvo que expresamente se prevea una definición diferente.

1.6 En caso de diferencias o contradicción entre lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y lo pactado en este Contrato, prevalecerá lo pactado en el Contrato de Fideicomiso.

SEGUNDO: Objeto.-

2.1 Por medio del presente, el Fideicomitente se compromete en firme a suscribir la totalidad de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero que se ofrezcan en el segundo día del período de suscripción, es decir, (i) 8,2% del monto que efectivamente se haya suscripto en el primer día de suscripción, en caso que se hubieren recibido suscripciones inferiores a la suma de USD 46.250.000, o (ii) USD 3.750.000 en caso que en el primer día del período de suscripción se hubieran recibido –conforme a lo establecido en el Prospecto– suscripciones iguales o por encima de USD 46.250.000; y a su integración mediante el sistema de Integración Diferida.

Las ofertas de suscripción se presentarán a través de un agente habilitado a presentar ofertas, de conformidad con las reglas de la BVM.

2.2 Al cierre del Período de Suscripción, el Fiduciario adjudicará los Certificados de Participación conforme al sistema previsto en el Prospecto de Emisión.

2.3 Los Certificados de Participación suscriptos se integrarán mediante el sistema de Integración Diferida.

TERCERO: Irrevocabilidad.

El compromiso en firme asumido en el presente es irrevocable.

CUARTO: Declaraciones del Fideicomitente.-

El Fideicomitente declara y garantiza que:

- (i) tiene amplias facultades y poderes conforme a derecho para celebrar este compromiso, llevar a cabo las obligaciones emergentes del presente compromiso y la consumación de las transacciones contempladas en el mismo;
- (ii) las personas que suscriben el presente compromiso en representación del Fideicomitente se encuentran plenamente investidas de facultades suficientes para obligar al Fideicomitente en los términos aquí previstos;

Ff N° 809652



ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

- (iii) no está limitado por inhibiciones, convenciones celebradas con personas físicas y/o jurídicas, públicas o privadas, o por normas emanadas de autoridad competente alguna, para la realización del negocio objeto del presente compromiso;
- (iv) a la fecha de inicio del periodo de suscripción, poseerá recursos disponibles suficientes para el pago de los fondos a que refiere este compromiso de conformidad con lo aquí previsto.

QUINTO: Condición suspensiva y condición resolutoria expresa.-

- 5.1 El presente Compromiso de Suscripción e Integración está sometido a la condición suspensiva que se obtenga el registro de los Certificados de Participación en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.
- 5.2 El presente compromiso se resolverá de pleno derecho y sin responsabilidad para las Partes en caso de resolución del Contrato de Fideicomiso por cualquier causa.

SEXTO: Ley aplicable. Arbitraje.-

- 6.1 El presente compromiso se registrará para todos sus efectos legales, por las leyes de la República Oriental del Uruguay.
- 6.2 Todas las diferencias, desavenencias y/o controversias que se produzcan entre las partes, y que tengan relación o se deriven de este compromiso, serán resueltas en arbitraje, observándose, tanto para la designación de los árbitros como para el procedimiento arbitral, las disposiciones contenidas en el Reglamento de Arbitraje del Centro de Conciliación y Arbitraje, Corte de Arbitraje Internacional para el Mercosur de la Bolsa de Comercio del Uruguay. El lugar o sede del arbitraje será en Montevideo, Uruguay y el idioma en que deberá desarrollarse el procedimiento arbitral será el español. El número de árbitros será de tres. Los árbitros fallarán sobre el fondo del asunto de acuerdo la ley de la República Oriental del Uruguay y no fallarán por equidad.

SÉPTIMO: Mora automática.-

Las Partes estipulan que la mora operará en forma automática, produciéndose la misma de pleno derecho, sin necesidad de protesto, interpelación ni gestión judicial o extrajudicial alguna, por el solo vencimiento de los plazos o por la realización u omisión de cualquier acto o hecho que se traduzca en hacer o no hacer algo contrario a lo estipulado.

OCTAVO: Cesión.-

Ninguna de las Partes podrá transferir o ceder total o parcialmente este compromiso ni dar participación en el mismo a terceros, sin el previo consentimiento por escrito de la otra parte.

NOVENO: Invalidez parcial.-

- 9.1 En el caso de que alguna cláusula del presente compromiso, fuese declarada nula, ineficaz o inexigible por tribunal o autoridad competente, ello no afectará la validez y eficacia del presente Compromiso de Suscripción e Integración, cuyas cláusulas válidas serán aplicables con todos los efectos previstos por las leyes.

9.2 Cualquier disposición inválida o inexigible será renegociada por las partes, con el fin de sustituirla por una disposición que sea válida y exigible y que refleje mejor la intención original de la disposición inválida o inexigible.

DÉCIMO: Domicilios y notificaciones.-

A todos los efectos judiciales o extrajudiciales a que el presente compromiso pudiere dar lugar, las Partes constituyen domicilio en los indicados como propios en la comparecencia, donde serán válidas las comunicaciones efectuadas entre las Partes por medio de telegrama colacionado, telegrama colacionado certificado, fax, carta certificada, e-mail a las siguientes direcciones:

Fiduciario: **Martín Improta: Martin.Improta@TMF-Group.com y sfs.uruguay@TMF-Group.com**

Fideicomitente: **Francisco R. Pitt: fpitt@bearingagro.com
Enrique Garbino: egarbino@bearingagro.com
Michael Stewart Bearing Agro: mstewart@bearingagro.com**

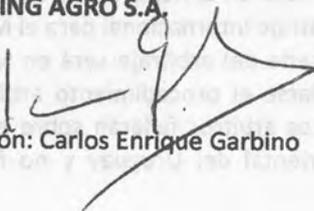
Las Partes podrán modificar su domicilio especial o su dirección de e-mail con un preaviso de 30 días, pero en todo caso el nuevo domicilio deberá ser en la ciudad de Montevideo.

DÉCIMO PRIMERO: Otorgamiento.-

Para constancia se firman dos ejemplares del mismo tenor en el lugar y fecha indicados en la comparecencia.

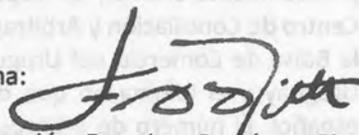
p. BEARING AGRO S.A.

Firma:



Aclaración: Carlos Enrique Garbino

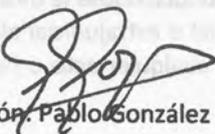
Firma:



Aclaración: Francisco Rodríguez Pitt

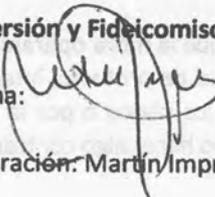
p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Firma:



Aclaración: Pablo González

Firma:



Aclaración: Martín Improta

Ff N° 809663

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE, las copias que anteceden con el original de su mismo tenor de Compromiso de Suscripción e Integración de fecha 15 de marzo de 2016, otorgado por BEARING AGRO S.A. y por TMF Uruguay Administradora de fondos de Inversión y Fideicomisos S.A., documento que tuve a la vista y con el cual he compulsado este testimonio. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante el Banco Central del Uruguay, expido el presente testimonio en tres papeles notariales de actuación de la serie Ff números 809651, 809652 y 809663, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el dieciséis de marzo de dos mil dieciséis.-



M



M
Carlos Imhof Beltrán
CARLOS IMHOF BELTRÁN
ESCRIBANO PÚBLICO

ANEXO VI

CONTRATO DE AGENTE DE PAGO

Ff N° 809653

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

CONTRATO DE AGENTE DE PAGO

En la ciudad de Montevideo, con fecha 16 de marzo de 2016 entre, **POR UNA PARTE:** TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en su calidad de fiduciario del "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas" con domicilio en Andes 1365 piso 14 de esta ciudad, representada en este acto por Pablo Gonzalez, cédula de identidad 2.916.114-0, y Virginia Zarauz, cédula de identidad 3.325.466-0, en su calidad de apoderados (en adelante el "Fiduciario"); y **POR OTRA PARTE:** SCOTIABANK URUGUAY S.A. con domicilio en Misiones 1399 de esta ciudad, representada en este acto por Fernando Aiscar Bayeto, cédula de identidad 1.881.644-1 y Alejandro Conforte Mariano, cédula de identidad 1.587.907-8, en su calidad de apoderados (en adelante el "Agente de Pago"); convienen en celebrar el presente Contrato de Agente de Pago (el "Contrato"), conforme a los siguientes términos y condiciones.

PRIMERO: Antecedentes.-

- 1.1 Por Contrato de Fideicomiso Financiero suscrito entre Bearing Agro S.A. (en adelante, el "Fideicomitente") y TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. se constituyó el "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas" (en adelante, el "Fideicomiso").
- 1.2 El Fiduciario emitirá Certificados de Participación por hasta USD 50.000.000 en régimen de oferta pública (en adelante, los "Certificados de Participación") de acuerdo a los términos y condiciones que se indican en el Prospecto.
- 1.3 El Fiduciario desea designar a Scotiabank Uruguay S.A. para que actúe como agente de pago de los Certificados de Participación y Scotiabank Uruguay S.A. tiene intención de aceptar dicha designación, en mérito a lo cual suscriben el presente Contrato.
- 1.4 Los términos en mayúscula incluidos en el presente Contrato tendrán la misma definición prevista en el Contrato de Fideicomiso, salvo que expresamente se prevea una definición diferente.
- 1.5 En caso de diferencias o contradicción entre lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y lo pactado en este Contrato, prevalecerá lo pactado en el Contrato de Fideicomiso.

SEGUNDO: Objeto.-

- 2.1 El Fiduciario designa en este acto a Scotiabank Uruguay S.A., quien en este acto acepta, como agente de pago de los Certificados de Participación, con el fin de abonar por cuenta y orden del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas los pagos que correspondan realizar bajo los Certificados de Participación, mediando y sujeto a que previamente exista suficiente provisión de fondos a dichos efectos.
- 2.2 El Agente de Pago abonará por cuenta y orden del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, en las respectivas fechas de pago, los importes que correspondan bajo los Certificados de Participación a los respectivos titulares de los Certificados de Participación registrados (los "Titulares"), según el registro que llevará la entidad registrante.

2.3 Todos los pagos a los Titulares se realizarán en el curso del Día Hábil correspondiente a cada fecha de pago, mediante transferencia electrónica a la cuenta bancaria indicada por el Titular a tales efectos al momento de anotarse en el registro que lleve la entidad registrante.

2.4 El Fiduciario entregará al Agente de Pago las sumas que correspondan abonar bajo los Certificados de Participación en la fecha de pago respectiva, el cual será destinado a dicho fin. El Fiduciario entregará la suma referida en efectivo mediante giro o depósito bancario en la cuenta del Agente de Pago comunicada por éste con suficiente antelación. Tal entrega deberá hacerse con una antelación mínima de 1 (uno) Día Hábil anterior a cada fecha de pago.

2.5 El Agente de Pago no será responsable en caso que no hubiere recibido los fondos mencionados precedentemente, así como tampoco lo será si la referida provisión de fondos no representara el 100% (Cien por Ciento) de las sumas que deban abonarse conforme al Contrato de Fideicomiso. En todo caso, el Agente de Pago procederá a prorratear los fondos recibidos y entregarlos proporcionalmente a los Titulares, según corresponda conforme al Contrato de Fideicomiso.

2.6 El Agente de Pago percibirá remuneración de USD 10.000 más IVA. Esta remuneración se pagará por adelantado y en forma anual, debiendo abonarse la primera al momento de la emisión de los Certificados de Participación y las siguientes, el mismo día de cada año subsiguiente. La rescisión del presente Contrato no dará derecho al Fiduciario a reclamar la devolución de suma alguna que hubiere abonado al Agente de Pago como retribución de sus servicios prestados de acuerdo a lo pactado en este Contrato, excepto en el caso de renuncia del Agente de Pago, en lo que refiere a la devolución de la retribución del último año que hubiera percibido por adelantado. En dicho caso el Agente de Pago retendrá aquella porción de la misma a prorrata del período del año en que sus servicios se prestaron. La remuneración pactada incluye los costos de apertura y mantenimiento por la provisión de las Cuentas Fiduciarias.

TERCERO: Terminación.-

 Sin perjuicio de otras causales de terminación del presente Contrato, el Agente de Pago cesará indefectiblemente en su función de tal, a los treinta días corridos después del último pago que corresponda realizar bajo los Certificados de Participación.

CUARTO: Rescisión.-

 El Agente de Pago podrá rescindir el presente Contrato sin responsabilidad alguna de su parte, sin necesidad de expresión de causa alguna, en cualquier momento, y con un preaviso de noventa días corridos dado al Fiduciario y a la Entidad Representante. Comunicada la renuncia del Agente de Pago el Fiduciario convocará una Asamblea de Titulares dentro de los treinta días corridos de la notificación al Fiduciario de su renuncia, la que deberá designar al nuevo agente de pago, quien deberá aceptar dentro de los quince días siguientes a la resolución de la Asamblea.


 Si la Asamblea no designara nuevo agente de pago, o designado éste no aceptase en los plazos establecidos, lo podrá designar el Fiduciario dentro de los cuarenta y cinco días corridos de celebrada la Asamblea respectiva, en cuyo caso deberá notificar al Banco Central del Uruguay. Si el Fiduciario no lo hiciera en el plazo señalado, cualquier Titular o el propio Agente de Pago renunciante podrán solicitar al juez competente que designe al agente de pago sustituto,

Ff N° 809654

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

cesando la responsabilidad del agente de pago cuando la solicitud se haya formulado al tribunal correspondiente.

QUINTO: Información al Fiduciario.-

El Agente de Pago queda autorizado de forma irrevocable a proporcionar toda la información requerida por el Fiduciario respecto de los pagos, la identidad, domicilio y tenencia de los Certificados de Participación y respecto de los Titulares, relevándosele expresamente a tales efectos por parte de los Titulares del secreto bancario (art. 25, Decreto-Ley N° 15.322) o profesional vigente.

SEXTO: Gastos y Tributos.-

6.1 Todos los gastos que se generen por la celebración y cumplimiento del presente Contrato, así como los tributos presentes o futuros que graven su celebración y/o ejecución son de cargo del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas.

6.2 El Agente de Pago queda facultado a debitar de las cantidades que perciba, los importes que se le puedan adeudar por los conceptos antes referidos.

SÉPTIMO: Inexistencia de conflicto de intereses con el Agente de Pago.-

El Agente de Pago podrá adquirir Certificados de Participación para sí o para clientes de éste. También podrá recibirlos en prenda con todos los derechos que le correspondan y realizar todo tipo de operaciones financieras o comerciales con el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, sin restricción alguna.

OCTAVO: Condición suspensiva. Condición resolutoria expresa.-

8.1 Todas las obligaciones del Agente de Pago emergentes del presente Contrato, están sujetas a la condición suspensiva de la efectiva emisión de los Certificados de Participación.

8.2 El presente Contrato se resolverá de pleno derecho y sin responsabilidad para las partes, (i) en caso que no se obtuviera la autorización del BCU para oferta pública dentro del plazo de 24 meses desde la suscripción del Contrato de Fideicomiso; (ii) en caso que transcurrido el plazo de 60 días corridos desde la obtención de la autorización del BCU para oferta pública, no se realizara la emisión de los Certificados de Participación.

NOVENO: Jurisdicción y Ley Aplicable.-

9.1 Este Contrato se registrará en su totalidad y exclusivamente por las leyes de la República Oriental del Uruguay.

9.2 Para cualquier diferencia, desavenencia y/o controversia que se produzca entre las partes, y que tenga relación o se derive de este Contrato, serán competentes los Tribunales de la ciudad de Montevideo.

DÉCIMO: Mora automática, notificaciones, domicilios especiales.-

10.1 La mora en el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el presente contrato se producirá de pleno derecho sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial de clase alguna, por el sólo vencimiento de los términos y plazos pactados y/o el incumplimiento de cualquiera de las obligaciones aquí pactadas.

10.2 Las partes acuerdan otorgar validez a todas las comunicaciones que se realicen por medio de telegrama colacionado u otro medio auténtico a los domicilios indicados en la comparecencia, los que se tendrán por especiales a todos los efectos del presente contrato.

10.3 El período de tiempo dentro del cual debe darse una respuesta o realizarse una determinada acción en relación a la notificación o comunicación recibida empezará a correr a partir del Día Hábil siguiente al de su recepción, si el plazo fuera establecido en Días Hábiles, o a partir del día siguiente, si el plazo fuera establecido en días corridos.

DÉCIMO PRIMERO: Otorgamiento.-

El presente Contrato se firma en 3 (tres) ejemplares de igual tenor, en el lugar y fecha indicado en la comparecencia.

p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Firma:

Aclaración: Pablo Gonzalez

Firma:

Aclaración: Virginia Zarauz

p. Scotiabank Uruguay S.A.

Firma:

Aclaración: Fernando Aiscar

Firma:

Aclaración: Alejandro Conforte

Ff N° 809662

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE, las copias que anteceden con el original de su mismo tenor de Contrato de Agente de Pago de fecha 16 de marzo de 2016, otorgado por TMF Uruguay Administradora de fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. y SCOTIABANK URUGUAY S.A., documento que tuve a la vista y con el cual he compulsado este testimonio. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante el Banco Central del Uruguay, expido el presente testimonio en tres papeles notariales de actuación de la serie Ff números 809653, 805654 y 809662, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el dieciséis de marzo de dos mil dieciséis.-



Handwritten signature/initials



Handwritten signature of Carlos Imhof Beltran

**CARLOS IMHOF BELTRAN
ESCRIBANO PÚBLICO**



ANEXO VII

CONTRATO DE ENTIDAD REGISTRANTE

Ff N° 809655

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6
CONTRATO DE ENTIDAD REGISTRANTE

En la ciudad de Montevideo, con fecha 16 de marzo de 2016 entre, **POR UNA PARTE:** TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en su calidad de fiduciario del "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas" con domicilio Andes 1365 piso 14 de esta ciudad, representada en este acto por Pablo Gonzalez, titular de la cédula número 2.916.114-0, y Virginia Zarauz, titular de la cédula número 3.325.466-0, en su calidad de apoderados (en adelante el "Fiduciario"); y **POR OTRA PARTE:** Bolsa de Valores de Montevideo S.A. con domicilio en Misiones 1400 de esta ciudad, representada en este acto por su Presidente: Renmax Corredor de Bolsa S.A., persona jurídica vigente, inscrita en el RUT con el número 21337488.0012 y representada por el señor Pablo Sitjar Pizzorno, titular de la cédula número 1.573.700-4 y por su Secretario: Jorge Davison & Cía. Corredor de Bolsa S.A., persona jurídica vigente, inscrita en el RUT con el número 215370080018 y representada por el señor Jorge Davison Curbelo, titular de la cédula número 1.250.950-1 (en adelante la "Entidad Registrante"); convienen en celebrar el presente Contrato de Entidad Registrante (el "Contrato"), conforme a los siguientes términos y condiciones.

PRIMERO: Antecedentes.-

- 1.1 Por Contrato de Fideicomiso Financiero suscripto entre Bearing Agro S.A. (en adelante, el "Fideicomitente") y TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. se constituyó el "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas" (en adelante, el "Fideicomiso").
- 1.2 El Fiduciario emitirá Certificados de Participación por hasta USD 50.000.000 en régimen de oferta pública (en adelante, los "Certificados de Participación"), de acuerdo a los términos y condiciones que se indican en el Prospecto.
- 1.3 En función de los antecedentes reseñados, es intención del Fiduciario contratar a la Bolsa de Valores de Montevideo para que actúe como Entidad Registrante de los Certificados de Participación, de acuerdo a los siguientes términos y condiciones.
- 1.4 Los términos en mayúscula incluidos en el presente Contrato tendrán la misma definición prevista en el Contrato de Fideicomiso, salvo que expresamente se prevea una definición diferente.
- 1.5 En caso de diferencias o contradicción entre lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y lo pactado en este Contrato, prevalecerá lo pactado en el Contrato de Fideicomiso.

SEGUNDO: Objeto.-

El Fiduciario designa en el presente a la Bolsa de Valores de Montevideo quien acepta, para que actúe como "entidad registrante" de los Certificados de Participación, de acuerdo a lo dispuesto por los arts. 23 y siguientes de la Ley 18.627, por la reglamentación vigente y la que se dicte en el futuro y por las estipulaciones establecidas en el presente Contrato.

TERCERO: Registro.-

3.1 La Entidad Registrante llevará un registro de los Certificados de Participación emitidos bajo el formato de anotación en cuenta en forma electrónica, así como cuentas de cada uno de los titulares de los Certificados de Participación (en adelante el "Registro").

3.2 En el Registro se anotarán la clase y el número de orden de cada Certificado de Participación, los pagos realizados bajo los mismos que corresponden a cada titular de Certificados de Participación (en adelante, el "Titular"), y los datos identificatorios del Titular. También se inscribirán en el Registro todos los negocios jurídicos que se realicen con los Certificados de Participación, y cualquier otra mención que derive de sus respectivas situaciones jurídicas, así como sus modificaciones.

CUARTO: Apertura de cuenta de Registro y constancias.-

4.1 Todos los suscriptores y titulares del derecho a recibir Certificados de Participación deberán presentarse ante la Entidad Registrante y suscribir la documentación de estilo que la Entidad Registrante le requiera a tales efectos (incluyendo tarjeta de firmas, formulario de Condiciones Generales, instrucciones a cumplir una vez vencidos los títulos, etc.), bajo apercibimiento de que si no lo hicieren, no quedaran incluidos en el Registro como titulares de los Certificados de Participación, ni podrán transferir ni gravar en modo alguno los Certificados de Participación.

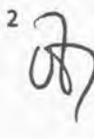
En caso que los Certificados de Participación se encuentren en régimen de copropiedad, los cotitulares de derechos sobre los Certificados de Participación deberán designar un representante común para ejercer los derechos inherentes a los mismos. Se deja expresa constancia que en caso de no haberse designado el mismo la Entidad Registrante se reserva la facultad de aplicar los procedimientos legales correspondientes.

4.2 La Entidad Registrante emitirá a los Titulares que resulten del Registro, en cualquier momento que lo soliciten, una constancia escrita acreditante de su calidad de tal, con los datos identificatorios del Titular, valor nominal de los Certificados de Participación, y cualquier otra constancia o aclaración que el Fiduciario estime conveniente.

También expedirá certificados de legitimación en la forma establecida por la Ley de Mercado de Valores (Ley N° 18.627) y por la Recopilación de Normas de Mercado de Valores del BCU.

Para la emisión de un nuevo certificado de legitimación a un Titular respecto del cual ya se hubiera emitido un certificado, deberá presentarse el certificado anterior. En caso de extravío o hurto del certificado, la Entidad Registrante sólo podrá emitir un nuevo certificado de legitimación en caso que el plazo de vigencia del certificado anterior haya vencido o en caso que el Titular realice la denuncia policial correspondiente y se la comunique a la Entidad Registrante.

4.3 La transferencia de derechos de los Titulares de los Certificados de Participación se operará únicamente luego de que cedente y cesionario comuniquen a la Entidad Registrante por escrito su decisión de transferir los derechos correspondientes a uno o más Certificados de Participación, y que el nuevo Titular registre su firma ante la Entidad Registrante. La Entidad

 ² 

Ff N° 809656

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

Registrante sólo reconocerá como Titular de los derechos representados por el Certificado de Participación a quien figure registrado como Titular en el Registro.

4.4 Llegado el día en que el Fiduciario proceda a efectuar el último pago con el cual se cancele la totalidad de lo adeudado bajo los Certificados de Participación (capital e intereses) la Entidad Registrante procederá a dar de baja del Registro a las cuentas de los titulares de los Certificados de Participación. Mientras ello no suceda, la Entidad Registrante mantendrá las anotaciones en cuenta.

4.5 En caso de duda sobre la titularidad de los derechos sobre los Certificados de Participación, o en cualquier caso que así lo entienda conveniente, la Entidad Registrante podrá requerir la opinión de un asesor letrado independiente, o una sentencia declarativa de la Justicia, a fin de asegurar la regularidad de su conducta como encargado del Registro.

La Entidad Registrante no será responsable de todos los gastos generados por tales consultas o procedimientos judiciales, siempre que no exista responsabilidad de la Entidad Registrante por el manejo del Registro. Fuera de los casos de responsabilidad de la Entidad Registrante, dichos gastos serán de cargo del Titular de los Certificados de Participación, o del patrimonio del Fideicomiso, según corresponda.

4.6 La Entidad Registrante podrá negarse –sin incurrir en responsabilidad– a registrar a cualquier suscriptor como Titular si considerase que el mismo no fuera aceptable para la Entidad Registrante en función de normas de prevención de lavado de activos y de conocimiento del cliente.

4.7 La Entidad Registrante percibirá una remuneración de USD 5.000 más IVA. Esta remuneración se pagará por adelantado y en forma anual, debiendo abonarse la primera al momento de la primera emisión que se realice de Certificados de Participación, el mismo día de cada año subsiguiente. La rescisión del presente Contrato no dará derecho al Fiduciario a reclamar la devolución de suma alguna que hubiere abonado a la Entidad Registrante como retribución de sus servicios prestados de acuerdo a lo pactado en este Contrato, excepto en el caso de renuncia de la Entidad Registrante, en lo que refiere a la devolución de la retribución del último año que hubiera percibido por adelantado. En dicho caso la Entidad Registrante retendrá aquella porción de la misma a prorrata del período del año en que sus servicios se prestaron.

QUINTO: Documentos de Emisión.-

Cada Documento de Emisión quedará depositado a partir de su otorgamiento en la Entidad Registrante.

SEXTO: Rescisión.-

La Entidad Registrante podrá rescindir el presente Contrato sin responsabilidad alguna de su parte, sin necesidad de expresión de causa alguna, en cualquier momento, y con un preaviso de noventa días corridos dado al Fiduciario y a la Entidad Representante. Comunicada la renuncia de la Entidad Registrante el Fiduciario convocará una Asamblea de Titulares dentro de los treinta días corridos de la notificación al Fiduciario de su renuncia, la que deberá designar a la nueva Entidad Registrante, quien deberá aceptar dentro de los 15 (quince) días siguientes a la

resolución de la Asamblea. Si la Asamblea no designara nueva entidad registrante, o designada ésta no aceptase en los plazos establecidos, la podrá designar el Fiduciario dentro de los cuarenta y cinco días corridos de celebrada la Asamblea respectiva, en cuyo caso deberá notificar al Banco Central del Uruguay. Si el Fiduciario no lo hiciera en el plazo señalado, cualquier Titular o la propia Entidad Registrante renunciante podrá solicitar al juez competente que designe a la entidad registrante sustituta, cesando la responsabilidad de la entidad registrante cuando la solicitud se haya formulado al tribunal correspondiente.

SÉPTIMO: Información al Fiduciario.-

La Entidad Registrante estará autorizada a proporcionar toda la información requerida por el Fiduciario, el Agente de Pago y/o la Entidad Representante respecto de la identidad, domicilio y tenencia de los Titulares, en la medida que a su satisfacción, haya sido relevada en forma expresa y por escrito por el correspondiente Titular, de su obligación de guardar secreto profesional prevista en el artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores.

OCTAVO: Gastos y Tributos.-

Todos los gastos que se generen por la celebración y cumplimiento del presente Contrato, así como los tributos presentes o futuros que graven su celebración y/o ejecución son de cargo del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas.

NOVENO: Inexistencia de conflicto de intereses con la Entidad Registrante.-

La Entidad Registrante podrá adquirir Certificados de Participación para sí o para clientes de ésta. También podrá recibirlos en prenda con todos los derechos que le correspondan y realizar todo tipo de operaciones financieras o comerciales con el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, sin restricción alguna.

DÉCIMO: Condición suspensiva. Condición resolutoria expresa.-

10.1 Todas las obligaciones de la Entidad Registrante emergentes del presente Contrato, están sujetas a la condición suspensiva de la efectiva emisión de los Certificados de Participación.

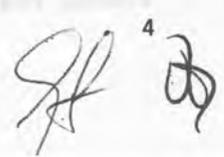
10.2 El presente Contrato se resolverá de pleno derecho y sin responsabilidad para las partes, (i) en caso que no se obtuviera la autorización del BCU para oferta pública dentro del plazo de 24 meses desde la suscripción del Contrato de Fideicomiso; (ii) en caso que transcurrido el plazo de 60 días corridos desde la obtención de la autorización del BCU para oferta pública, no se realizara la emisión de los Certificados de Participación.

DÉCIMO PRIMERO: Ley Aplicable.-

Este Contrato se registrará en su totalidad y exclusivamente por las leyes de la República Oriental del Uruguay.

DÉCIMO SEGUNDO: Mora automática, notificaciones, domicilios especiales.-

12.1 La mora en el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el presente contrato se



Ff N° 809657

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

producirá de pleno derecho sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial de clase alguna.

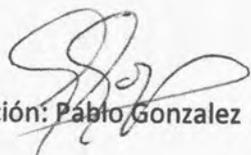
12.2 Las partes acuerdan otorgar validez a todas las comunicaciones que se realicen por medio de telegrama colacionado u otro medio auténtico a los domicilios indicados en la comparecencia, los que se tendrán por especiales a todos los efectos del presente Contrato.

DÉCIMO TERCERO: Otorgamiento.-

El presente Contrato se firma en 3 (tres) ejemplares de igual tenor, en el lugar y fecha indicado en la comparecencia.

p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Firma:



Aclaración: Pablo Gonzalez

Firma:



Aclaración: Virginia Zarauz

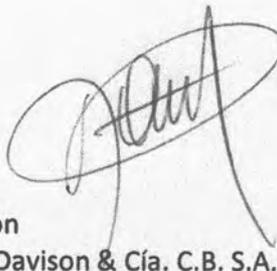
p. Bolsa de Valores de Montevideo S.A.

Firma:



Aclaración.
p. Renmax C.B. S.A.
Pablo Sitjar

Firma:



Aclaración
p. Jorge Davison & Cía. C.B. S.A.
Jorge Davison

CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE, las copias que anteceden con el original de su mismo tenor de Contrato de Entidad Registrante de fecha 16 de marzo de 2016, otorgado por TMF Uruguay Administradora de fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. y Bolsa de Valores de Montevideo S.A., documento que tuve a la vista y con el cual he compulsado este testimonio. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante el Banco Central del

Uruguay, expido el presente testimonio en tres papeles notariales de actuación de la serie Ff números 809655 a 809657, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el dieciséis de marzo de dos mil dieciséis.-

ARANCEL OFICIAL	
ARTICULO	8
MONDRARIO	\$ 806
MON. NOT.	\$ 78
FONDO GREMIAL	\$ -

[Handwritten Signature]
CARLOS IMHOF BELTRAN
ESCRIBANO PÚBLICO

[Handwritten Signature]

[Faint Handwritten Signature]
 Firma: *[Signature]*
 Aclaración: Virginia Zarav

[Faint Handwritten Signature]
 Firma: *[Signature]*
 Aclaración: Pablo Gonzalez



[Faint Handwritten Signature]
 Firma: *[Signature]*
 Aclaración: Jorge Davison & Cia. C.B. S.A.
 Jorge Davison

[Faint Handwritten Signature]
 Firma: *[Signature]*
 Aclaración: Benmax C.B. S.A.
 Pablo Silar



CONCLUBAN BIEN Y PLENIAMENTE las copias que ambedados en el original de su rúbrica de Genaro de Echeverri Registrante de fecha 18 de marzo de 2016, otorgado por TMF Uruguay Arrendatarios de fondos de inversión y Fideicomiso S.A. y Bolsa de Valores de Montevideo S.A. documento que fue a la vista y con el cual se compareció este testimonio. EN FE DE ELLO se solicito de parte interesada y para su presentación ante el Banco Central del

ANEXO VIII

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

Ff N° 809658

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

CONTRATO DE ENTIDAD REPRESENTANTE

En la ciudad de Montevideo, con fecha 16 de marzo de 2016 entre, **POR UNA PARTE:** TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en su calidad de fiduciario del "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas" con domicilio en Andes 1365 piso 14 de esta ciudad, representada en este acto por Pablo Gonzalez, titular de la cédula número 2.916.114-0, y Virginia Zarauz, titular de la cédula número 3.325.466-0, en su calidad de apoderados (en adelante el "Fiduciario"); y **POR OTRA PARTE:** Bolsa de Valores de Montevideo S.A. con domicilio en Misiones 1400 de esta ciudad, representada en este acto por su Presidente: Renmax Corredor de Bolsa S.A., persona jurídica vigente, inscrita en el RUT con el número 213374880012 y representada por el señor Pablo Sitjar Pizzorno, titular de la cédula número 1.573.700-4 y por su Secretario: Jorge Davison & Cía. Corredor de Bolsa S.A., persona jurídica vigente, inscrita en el RUT con el número 215370080018 y representada por el señor Jorge Davison Curbelo, titular de la cédula número 1.250.950-1 (en adelante la "Entidad Representante"); convienen en celebrar el presente Contrato de Entidad Representante (el "Contrato"), conforme a los siguientes términos y condiciones.

PRIMERO: Antecedentes.-

- 1.1 Por Contrato de Fideicomiso Financiero suscripto entre Bearing Agro S.A. (en adelante, el "Fideicomitente") y TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. se constituyó el "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas" (en adelante, el "Fideicomiso").
- 1.2 El Fiduciario emitirá Certificados de Participación por hasta USD 50.000.000 en régimen de oferta pública (en adelante, los "Certificados de Participación") de acuerdo a los términos y condiciones que se indican en el Prospecto.
- 1.3 En función de los antecedentes reseñados, es intención del Fiduciario contratar a la Bolsa de Valores de Montevideo para que actúe como Entidad Representante de los Certificados de Participación, de acuerdo a los siguientes términos y condiciones.
- 1.4 Los términos en mayúscula incluidos en el presente Contrato tendrán la misma definición prevista en el Contrato de Fideicomiso, salvo que expresamente se prevea una definición diferente
- 1.5 En caso de diferencias o contradicción entre lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y lo pactado en este Contrato, prevalecerá lo pactado en el Contrato de Fideicomiso.

SEGUNDO: Objeto.

- 2.1 El Fiduciario designa en este acto a la Bolsa de Valores de Montevideo, como Entidad Representante de los Certificados de Participación al amparo de lo dispuesto en la Ley N° 18.627 (la "Ley de Mercado de Valores") y arts. 456, 457 y 464 de la Ley N° 16.060 y la Entidad Representante acepta dicha designación, sujeto a las condiciones previstas en el presente Contrato y asume la representación de los titulares de los Certificados de Participación registrados (en adelante, los "Titulares") ante la Bolsa de Valores de Montevideo, o la entidad registrante que eventualmente lo sustituya, en los términos explicitados en el presente Contrato.
- 2.2 Los documentos de emisión de los Certificados de Participación regulan los términos y

condiciones de los mismos, así como otras obligaciones contraídas por el Fiduciario adicionales e independientes de las resultantes de este Contrato.

TERCERO: Obligaciones del Fiduciario.

El Fiduciario: (a) le suministrará a la Entidad Representante toda la información económica – financiera y del estado de los negocios del Fideicomiso o del Fiduciario que razonablemente le requiera para el debido cumplimiento del encargo; b) entregará a la Entidad Representante toda aquella información periódica y permanente y los hechos relevantes que esté obligado a divulgar al BCU y a la bolsa en donde coticen los Certificados de Participación, con el contenido, en la forma y en la oportunidad que dispongan la Ley de Mercado de Valores, así como demás normas reglamentarias y complementarias vigentes o que se dicten en el futuro y la normativa interna de la bolsa de valores en donde coticen los Certificados de Participación; (c) terminado el período de suscripción e integración de los Certificados de Participación, entregará copia a la Entidad Representante de la información sobre el importe total recibido por su emisión, así como de los Certificados de Participación no colocados.

CUARTO: Entrega de documentación a los Titulares.

La Entidad Representante podrá entregar a los posibles Titulares copia del prospecto de emisión y de este Contrato y toda otra documentación en poder de la Entidad Representante requerida por normas del BCU y el reglamento de la bolsa de valores donde coticen los Certificados de Participación.

QUINTO: Obligaciones de la Entidad Representante.

La Entidad Representante asumirá las siguientes obligaciones: (a) controlar las suscripciones e integraciones efectuadas de los Certificados de Participación; (b) asumir la representación legal de los Titulares, con el alcance previsto en el presente Contrato y en cada documento de emisión; (c) defender los derechos e intereses colectivos de los Titulares durante la vigencia de los Certificados de Participación y hasta su cancelación total de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores y con el presente Contrato.

SEXTO: Representación y defensa de los derechos de los Titulares.

La Entidad Representante deberá realizar, en nombre y representación de los Titulares, los siguientes actos, sin perjuicio de las demás obligaciones legales o reglamentarias que surjan de la normativa aplicable: (a) solicitar información relativa al Fiduciario y/o al Fideicomiso, así como toda información que corresponda bajo las normas vigentes o que se dicten en el futuro, o se deriven de la reglamentación de la bolsa en la cual los Certificados de Participación coticen; (b) realizar aquellos actos que sean necesarios para conservar los derechos de los Titulares, inclusive las gestiones judiciales que se requieran para no perjudicar los mismos, sin perjuicio de lo que la asamblea de Titulares, o las mayorías de Titulares que correspondan en cada caso, puedan oportunamente resolver; (c) citar a la asamblea de Titulares, en los casos que lo considere oportuno o conveniente para la defensa de los intereses de éstos o, cuando de acuerdo al presente Contrato o los respectivos documentos de emisión corresponda; (d) ejecutar, en nombre de los Titulares, los actos jurídicos que disponga la asamblea de Titulares o las mayorías de Titulares que correspondan, sin perjuicio de la facultad de la Entidad Representante de negarse a cumplir dicha resolución, de conformidad con lo establecido en la cláusula 9.5, literal



Ff N° 809659

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12805/6

(a) del presente Contrato; (e) informar a los Titulares, a la mayor brevedad posible y por medios idóneos, sobre cualquier incumplimiento por parte del Fiduciario de sus obligaciones; (f) actuar en nombre de los Titulares en los procesos judiciales los cuales la Asamblea lo faculte y (g) informar a la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU, a la mayor brevedad posible, sobre cualquier situación o evento que pudiera significar un conflicto de interés en sus actuaciones frente a sus representados.

SÉPTIMO: Exoneración de responsabilidad.-

7.1 Desde ya los Titulares y el Fiduciario exoneran de responsabilidad a la Entidad Representante por los resultados de su gestión, así como por la realización de cualquier medida tendiente a proteger los derechos de los Titulares, salvo los casos de dolo o culpa grave (art. 464, ley N° 16.060).

7.2 La Entidad Representante podrá consultar con sus asesores cualquier medida a tomar al amparo de este Contrato, y el informe de tales asesores será suficiente respaldo de la decisión que pueda tomar la Entidad Representante a los efectos de dejar a salvo su responsabilidad, salvo dolo o culpa grave.

7.3 La Entidad Representante no es responsable por el contenido y alcance del Fideicomiso ni de los Certificados de Participación. La Entidad Representante no estará obligada a cumplir ninguna instrucción, orden o resolución de los Titulares, conforme a lo dispuesto en este Contrato si no se le adelantan los fondos o se le proporcionan las garantías suficientes para cubrir todos los gastos, tributos y responsabilidades que deba asumir.

7.4 La Entidad Representante actuando a nombre propio y en representación de los Titulares y sin requerir permiso ni autorización de los Titulares podrá en cualquier momento acordar y otorgar con el Fiduciario las modificaciones al presente Contrato de Entidad Representante que estime pertinente, con alguno o algunos de los siguientes propósitos: (a) agregar obligaciones o restricciones o declaraciones del Fiduciario que sirvan de protección adicional a los Titulares; (b) aclarar cualquier ambigüedad o disposición dudosa contenida en este Contrato, sus modificaciones o en los Certificados de Participación; (c) modificar cualquier disposición del presente Contrato de carácter formal o técnico que, a su juicio, no resulte perjudicial para los intereses de los Titulares o para corregir un error manifiesto. Toda modificación deberá ser inmediatamente comunicada a la bolsas de valores en la cual los Certificados de Participación coticen, al BCU de acuerdo a la normativa correspondiente y a los Titulares (a opción de la Entidad Representante, en el domicilio declarado por cada Titular ante la entidad registrante, o mediante publicación en dos diarios de amplia circulación en la capital, por tres días consecutivos indicando que existe documentación a su disposición). La publicación no indicará ni el contenido ni alcance de las modificaciones.

7.5 Las facultades de la Entidad Representante establecidas en esta cláusula son sin perjuicio de todas las otras que se establezcan en este Contrato, en los respectivos documentos de emisión de los Certificados de Participación o en cualquier otra documentación relacionada con esta emisión.

OCTAVO: Rescisión unilateral. Renuncia de la Entidad Representante. Designación de nueva Entidad Representante.

8.1 La Entidad Representante podrá renunciar como entidad representante y rescindir el presente Contrato por su sola voluntad, sin necesidad de expresión de causa alguna y sin responsabilidad alguna de su parte, en cualquier momento, debiendo comunicar tal decisión a los Titulares (a opción de la Entidad Representante, en sus domicilios registrados con la entidad registrante o mediante publicación en dos diarios de amplia circulación en la capital, por tres días consecutivos) y al Fiduciario, con al menos noventa días corridos de anticipación.

8.2 Comunicada la renuncia de la Entidad Representante, ésta convocará una asamblea de Titulares dentro de los treinta días corridos de la notificación al Fiduciario de su renuncia, la que deberá designar a la nueva entidad representante, quien deberá aceptar dentro de los 15 (quince) días siguientes a la resolución de la asamblea o de la mayoría requerida de Titulares. Si la Asamblea no designara nueva entidad representante, o designada ésta no aceptase en los plazos establecidos, la podrá designar el Fiduciario dentro de los cuarenta y cinco días corridos de celebrada la Asamblea respectiva, en cuyo caso deberá notificar al BCU. Si el Fiduciario no lo hiciera en el plazo señalado, cualquier titular o la propia Entidad Representante renunciante podrá solicitar al juez competente que designe a la entidad representante sustituta, cesando la responsabilidad de la Entidad Representante cuando la solicitud se haya formulado al tribunal correspondiente. En ningún caso la nueva entidad representante podrá ser accionista, vinculada, controlante o controlada del Fiduciario (según la definición de los artículos 48 y 49 de la Ley N° 16.060 y el art. 16 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del BCU).

8.3 La Entidad Representante no estará obligada a explicitar los motivos de su renuncia ni será responsable de la misma bajo ningún concepto, salvo dolo o culpa grave. Tampoco será responsable por la no aceptación de la calidad de entidad representante por parte de un tercero, pero deberá continuar ejerciendo dicha función hasta que se designe a una entidad representante sustituta o hasta el vencimiento del plazo de preaviso dispuesto en la cláusula 8.1 anterior, lo que ocurra primero.

8.4 En caso que Titulares que representen por lo menos el 10% (diez por ciento) del valor nominal de los Certificados de Participación soliciten a la Entidad Representante la convocatoria de una asamblea de Titulares para remover a la Entidad Representante y designar un sustituto, la Entidad Representante deberá convocarla. Para su remoción y la designación de una nueva entidad representante se requerirá el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Certificados de Participación representen en conjunto un valor nominal superior al 75% del total de Certificados de Participación emitidos a la fecha de que se trate, siendo de aplicación lo establecido en la cláusula 8.2 del presente.

NOVENO: Actuación de Titulares. Asambleas y resoluciones de Titulares. Competencia.

9.1 Forma de actuación de los Titulares. (a) Actuación en Asamblea: Cualquier solicitud, requerimiento, autorización, instrucción, noticia, consentimiento, decisión y otra acción establecida en este Contrato de Entidad Representante, en el Contrato de Fideicomiso, y/o en los respectivos Documentos de Emisión de los Certificados de Participación o en cualquier otro contrato relacionado con la emisión como correspondiendo a los Titulares será adoptada en Asamblea de Titulares. (b) Prueba de la decisión adoptada por los Titulares. La suscripción de cualquier instrumento por parte de un Titular o su apoderado se podrá probar por cualquier

4


Ff N° 809660

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

medio satisfactorio para la Entidad Representante y el Fiduciario.

9.2 Asambleas de Titulares. (a) Solicitud de Convocatoria: En cualquier momento el Fiduciario, la Entidad Representante o Titulares que representen al menos el 10% (diez por ciento) del total del valor nominal de los Certificados de Participación emitidos y en circulación podrán convocar una asamblea de Titulares a través de la Entidad Representante, en cuyo caso, la Entidad Representante la convocará dentro del plazo máximo de sesenta días corridos de recibida la solicitud o en los plazos que en particular se dispongan en el presente Contrato. (b) Fecha y lugar de las Asambleas: Las asambleas tendrán lugar en la ciudad de Montevideo en el lugar que la Entidad Representante determine y en cuanto a su constitución y funcionamiento para adoptar resoluciones se aplicarán las disposiciones sobre asambleas de accionistas establecidas en la Ley N° 16.060 (arts. 345, 346, 347), en todo lo que no se oponga a lo dispuesto en este Contrato o en el Contrato de Fideicomiso. La Entidad Representante estará facultada para convocar asambleas con una anticipación menor a la detallada en los referidos artículos, cuando las circunstancias así lo exijan- (c) Día de cierre de registro. La Entidad Representante podrá establecer un día de cierre de registro de los Titulares, a fin de determinar la identidad de los mismos. (d) Formalidades de la convocatoria: La Entidad Representante podrá apartarse de los requisitos formales de convocatoria a asambleas de Titulares, y adoptar los criterios, normas y decisiones que a su exclusivo criterio sean razonables y en el mejor interés de los Titulares en su conjunto y aunque pudiere no serlos para uno o varios Titulares en particular, cuando se reúnan se reúnan los Titulares que representen la totalidad de los Certificados de Participación emitidos y en circulación.

9.3 Desarrollo de las Asambleas. (a) Asistencia: Las únicas personas que estarán facultadas para asistir a las Asambleas, serán los Titulares que se encuentren registrados, los representantes del Fiduciario (y sus asesores), el Agente (y sus asesores), el Aparcero (y sus asesores), —el Agente y Aparcero en la medida que sean citados por el Fiduciario, lo cual necesariamente ocurrirá cuando deban resolverse cuestiones que obligatoriamente requieran su consentimiento- de la Entidad Representante, del Agente de Pago, de la Entidad Registrante, del Comité de Vigilancia, de la Bolsa en la que los Certificados de Participación coticen, del Banco Central del Uruguay y los asesores o terceros que la Entidad Representante razonablemente y a su exclusivo criterio acepte que asistan. (b) Presidencia de la Asamblea: Las asambleas serán presididas por la Entidad Representante (en adelante, el "Presidente de la Asamblea"). (c) Procedimiento para el desarrollo de la Asamblea: La Entidad Representante tendrá plenas y amplias facultades para resolver en forma inapelable cualquier duda o controversia que se plantee respecto al procedimiento para llevar a cabo la asamblea, pudiendo reglamentar su funcionamiento en cualquier momento, incluso durante el desarrollo de la asamblea, y sin que tal reglamentación, decisión o interpretación sea un precedente para otras situaciones en la misma asamblea ni para asambleas futuras, conservando la Entidad Representante en todos los casos las más amplias facultades de decisión inapelables. La Entidad Representante podrá disponer, entre otros aspectos, que una votación sea secreta. (d) Quórum de asistencia: El quórum de asistencia requerido para que la asamblea sesione válidamente será de Titulares que representen un porcentaje del valor nominal de los Certificados de Participación emitidos y en circulación al día de la asamblea o al día de cierre de registro de la asamblea si fuera anterior, si lo hubiere, que sea igual o mayor al porcentaje del valor nominal que corresponda a las mayorías que se requieran para adoptar las decisiones que se proponen. (e) Mayorías: Toda resolución de Titulares se adoptará por el voto conforme de Titulares cuyos Certificados de Participación representen en conjunto un valor nominal superior al 50% del valor nominal de los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha de la asamblea o al día de cierre de registro

de la asamblea si fuera anterior, excepto que otras disposiciones de este Contrato, del Contrato de Fideicomiso o del Documento de Emisión respectivo o, de cualquier otro contrato vinculado a la emisión requieran una mayoría superior. (f) Derecho a voto: Tendrán derecho a voto aquellos Titulares que estén debidamente registrados como titulares de Certificados de Participación según el registro llevado por la Entidad Registrante. Cada Certificado de Participación dará derecho a un voto. A fin de determinar los quórum para sesionar y las mayorías correspondientes para resolver, no se tendrán en cuenta ni tendrán derecho a voto aquellos Certificados de Participación que hayan sido adquiridos por el Agente/Aparcero (o sus sustitutos), o sus accionistas, empresas vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 o cualquiera de las Personas Claves, en las Asambleas de Titulares que resuelvan: i) la remoción del Agente, la designación de los integrantes del Comité de Vigilancia y las cuestiones inherentes a su funcionamiento ; ii) la remoción del Aparcero; iii) aprobar modificaciones al Plan de Negocios y/o a(l) (los) Contrato(s) de Aparcería para recomponer su ecuación económica-financiera, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso; y iv) en general, cualquier otra que implique la consideración de la eventual responsabilidad del Agente/Aparcero. La Entidad Representante podrá exigirle al Agente/Aparcero y/o a las Personas Claves que declaren por escrito y bajo su responsabilidad si ha adquirido, directa o indirectamente, Certificados de Participación o si está en conocimiento de que lo hayan hecho sus accionistas, vinculadas, controlantes o controladas según lo definen los artículos 48 y 49 de la Ley 16.060 y que indique su monto. También podrá exigirles a los Titulares que declaren bajo su responsabilidad si están incluidos en la situación prevista en las normas referidas precedentemente. (g) Obligatoriedad de las resoluciones de las Asambleas: Toda decisión adoptada en una Asamblea regularmente por el voto de Titulares que representen las mayorías requeridas para dicha decisión conforme a los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha de la asamblea o al día de cierre de registro de la asamblea si fuera anterior, será obligatoria para todos los Titulares, aún para los ausentes o disidentes y futuros.

9.4 Competencia de las Asambleas. (a) Competencia. La Asamblea tendrá competencia para adoptar resolución sobre cualquier asunto contenido en el orden del día. La Asamblea de Titulares, por el voto conforme de uno o más Titulares, cuyos Certificados de Participación representen en su conjunto un valor nominal superior al 75% del total de los Certificados de Participación emitidos y en circulación a la fecha de la asamblea o al día de cierre de registro de la asamblea si fuera anterior, podrá resolver las siguientes cuestiones, sin perjuicio de las demás que surjan del Contrato de Fideicomiso: (i) resolver modificaciones en las Fechas de Integración para la Integración Diferida, de conformidad con lo establecido en la cláusula 5.2 del Contrato de Fideicomiso; (ii) consagrar la forma de enajenación de los bienes del Patrimonio Fiduciario mediante la aprobación de los planes de liquidación preparados por el Agente; (iii) aprobar la extinción anticipada y la prórroga del plazo del Fideicomiso; (iv) resolver Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario en caso de resolverse la prórroga del Fideicomiso; (v) disponer la remoción del Agente y la designación del Agente Sustituto conforme a lo establecido en la cláusula 6.5 y 6.7 del Contrato de Fideicomiso; (v) disponer la rescisión de los Contratos de Aparcería en los supuestos establecidos en la cláusula 8.11 del Contrato de Fideicomiso y la designación del (los) Aparcero(s) Sustituto(s) conforme a lo previsto en la cláusula 8.12 del Contrato de Fideicomiso; (vi) resolver la sustitución de la Entidad Representante; (vii) disponer la remoción del Fiduciario en las condiciones previstas en la cláusula 16.1 del Contrato de Fideicomiso y la designación del fiduciario sustituto; (viii) decidir respecto del veto a la modificación de las metas previstas en la cláusula 7.2 del Contrato de Fideicomiso; (ix) resolver la forma de administración y liquidación del patrimonio o la extinción del Fideicomiso, en el supuesto de insuficiencia patrimonial, conforme a lo previsto en los artículos 31 y 32 literal g) de



Ff N° 809661

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

la Ley de Fideicomisos; (ix) aprobar modificaciones al Plan de Negocios y/o a(l) (los) Contrato(s) de Aparcería para recomponer su ecuación económica-financiera, conforme a lo dispuesto en la cláusula 8.2 del Contrato de Fideicomiso; y (xi) modificar las condiciones de emisión de los Certificados de Participación en cuanto a la reducción de cualquier pago que deba efectuarse bajo los Certificados de Participación. (b) Consentimiento del Aparcero: Adicionalmente requerirán el consentimiento del Aparcero, las resoluciones de la Asamblea de Titulares que dispongan o afecten según el caso: (i) la extinción anticipada o prórroga del Contrato de Fideicomiso por circunstancias no previstas en la cláusula 4.2 y 4.3 de dicho Contrato; (ii) las Liquidaciones Parciales del Patrimonio Fiduciario fuera de las hipótesis de prórroga del Fideicomiso según lo establecido en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso; (iii) el derecho del Aparcero de obtener la renovación de los Contratos de Aparcería en el marco de lo dispuesto en la cláusula 4.3 del Contrato de Fideicomiso; las resoluciones de la Asamblea de Titulares en relación a estas cuestiones que no cuenten con el consentimiento del Aparcero le serán inoponibles al mismo; (c) Restricciones: i) Las Asambleas de Titulares no podrán adoptar una resolución o actuar unilateralmente de forma tal que la resolución adoptada o la actuación unilateral se oponga, contradiga o incumpla lo pactado en el presente Contrato, en los Contratos de Aparcería, en el Contrato de Fideicomiso, en los Documentos de Emisión, en el Contrato de Agente de Pago, en el Contrato de Entidad Registrante o en los demás contratos relacionados con la emisión de los Certificados de Participación. El Fiduciario o la Entidad Representante podrán (pero no estarán obligados a ello) en una Asamblea, dejar constancia de su opinión respecto de si una resolución o acción se opone, contradice o viola lo allí pactado, dejando a salvo su responsabilidad. La Asamblea de Titulares no podrá resolver modificaciones al presente Contrato, sin el previo consentimiento del Fiduciario y/o Bearing Agro S.A. en la medida que afecte sus derechos u obligaciones.

DÉCIMO: Retribución de la Entidad Representante.

10.1 La Entidad Representante percibirá una remuneración anual de USD 5.000 más IVA. Esta remuneración se pagará por adelantado y en forma anual, debiendo abonarse la primera al momento de la primera emisión que se realice de Certificados de Participación y las siguientes, el mismo día de cada año subsiguiente. La rescisión del presente Contrato no dará derecho al Fiduciario a reclamar la devolución de suma alguna que hubiere abonado a la Entidad Representante como retribución de sus servicios prestados de acuerdo a lo pactado en este Contrato, excepto en el caso de renuncia de la Entidad Representante, en lo que refiere a la devolución de la retribución del último año que hubiera percibido por adelantado. En dicho caso la Entidad Representante retendrá aquella porción de la misma a prorrata del período del año en que sus servicios se prestaron.

DÉCIMO PRIMERO: Gastos y tributos.

11.1 Serán de cargo de la parte incumplidora todos los gastos razonables, tributos, honorarios y costos que se generen debido al incumplimiento de la parte incumplidora a las obligaciones establecidas en el presente Contrato.

11.2 El Fiduciario garantiza y se obliga ante la Entidad Representante a reembolsarlo y mantenerlo indemne por todo gasto, costo, honorarios profesionales, tributo o indemnización debidamente justificados, que deba incurrir en cumplimiento de lo pactado, que sea legal o contractualmente imputable al Fiduciario, o por las gestiones extrajudiciales o la ejecución judicial de las obligaciones del Fiduciario bajo este Contrato, o de los respectivos documentos de

emisión de los Certificados de Participación.

DÉCIMO SEGUNDO: Condición suspensiva. Condición resolutoria expresa.

12.1 Todas las obligaciones de la Entidad Representante emergentes del presente Contrato, están sujetas a la condición suspensiva de la efectiva emisión del Certificado de Participación.

12.2 El presente Contrato se resolverá de pleno derecho y sin responsabilidad para las partes, (i) en caso que no se obtuviera la autorización del BCU para oferta pública dentro del plazo de 24 meses desde la suscripción del Contrato de Fideicomiso; (ii) en caso que transcurrido el plazo de 60 días corridos desde la obtención de la autorización del BCU para oferta pública, no se realizara la emisión de los Certificados de Participación.

DÉCIMO TERCERO: Ley Aplicable.

Este Contrato se registrará en su totalidad y exclusivamente por las leyes de la República Oriental del Uruguay.

DÉCIMO CUARTO: Mora automática, notificaciones, domicilios especiales.

14.1 La mora en el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el presente contrato se producirá de pleno derecho sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial de clase alguna.

14.2 Las partes acuerdan otorgar validez a todas las comunicaciones que se realicen por medio de telegrama colacionado u otro medio auténtico a los domicilios indicados en la comparecencia, los que se tendrán por especiales a todos los efectos del presente Contrato.

DÉCIMO QUINTO: Otorgamiento.

El presente Contrato se firma en 3 (tres) ejemplares de igual tenor, en el lugar y fecha indicado en la comparecencia.

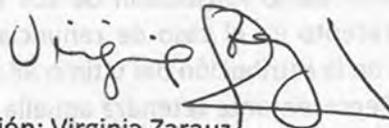
p. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Firma:



Aclaración: Pablo Gonzalez

Firma:



Aclaración: Virginia Zarauz

p. Bolsa de Valores de Montevideo S.A.

Firma:



Aclaración.
p. Renmax C.B. S.A.
Pablo Sitjar

Firma:



Aclaración
p. Jorge Davison & Cia. C.B. S.A.
Jorge Davison

Ff N° 809664

ESC. CARLOS AUGUSTO IMHOF BELTRAN - 12605/6

CONCUERDAN BIEN Y FIELMENTE, las copias que anteceden con el original de su mismo tenor de Contrato de Entidad Representante de fecha 16 de marzo de 2016, otorgado por TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. y por Bolsa de Valores de Montevideo S.A., documento que tuve a la vista y con el cual he compulsado este testimonio. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante el Banco Central del Uruguay, expido el presente testimonio en cinco papeles notariales de actuación de la serie Ff números 809658 a 809661 y 809664, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el dieciséis de marzo de dos mil dieciséis.-

[Handwritten signature]
CARLOS IMHOF BELTRAN
ESCRIBANO PÚBLICO

ARANCEL OFICIAL	
ARTICULO	8
HONORARIO	\$ 891
MONT. NOT.	\$ 92
FONDO OFICIAL	\$ -

[Handwritten mark]



ANEXO IX
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

**CALIFICACION DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO TIERRAS IRRIGADAS”**

CARE Calificadora de Riesgo

Montevideo, marzo de 2016

INDICE

	Pág.
RESUMEN GENERAL	3
SECCION I. INTRODUCCIÓN	5
SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN	9
SECCIÓN III. LA ADMINISTRACIÓN	10
SECCIÓN IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS	16
SECCIÓN V. EL ENTORNO	23
SECCION VI. CALIFICACION DE RIESGO	28
ANEXO I	INFORME DE CONTIGENCIAS JURIDICAS
ANEXO II	INFORME CARE, DE VISITA DE CAMPOS
ANEXO III	INFORME SECTORIAL. PRECIO DE LA TIERRA

SINTESIS

Calificación Oferta Pública

22-3-2016

Denominación: Fideicomiso
Financiero Tierras IrrigadasFiduciario: TMF Uruguay
Administradora de Fondos de
Inversión y Fideicomisos S.A.Fideicomitente/Agente/Aparcero:
Bearing AgroAgente de Registro y Pago: TMF
Uruguay Administradora de Fondos de
Inversión y Fideicomisos S.A.Entidad Representante: Bolsa de
Valores de Montevideo.Títulos a emitir: Certificados de
participación

Moneda: Dólares americanos

Importe de la emisión: Hasta
US\$ 50.000.000 (cincuenta millones
de dólares).

Plazo : 15 años

Distribuciones: Bianuales, con
vencimientos el 15 de abril y el 15 de
setiembre de cada año.Activos del Fideicomiso: Inmuebles
rurales, infraestructura de riego,
arrendamientos, entre otros.Estructura: Bragard & Durán (asesor
legal) y Auren (Asesor Fiscal)

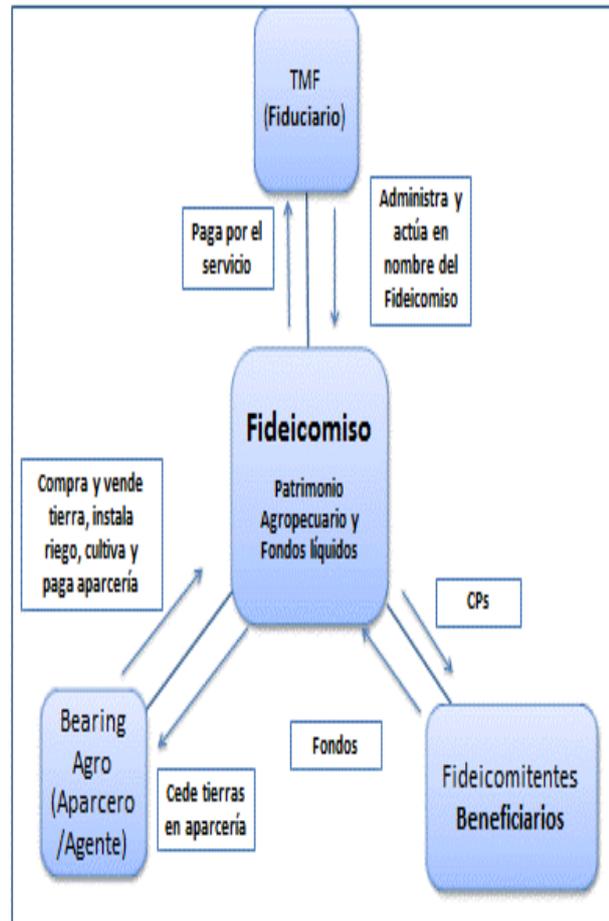
CARE Calificadora de Riesgo

Manual: Calificación de Finanzas

Estructuradas Administradas por Terceros

Calificación de Riesgo: BBB (uy)

RESUMEN GENERAL



CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas con la calificación BBB (uy) de grado inversor. A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe adjunto. (Anexo I).
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del agente/aparcero del proyecto, Bearing Agro que resulta crucial para el mismo. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada. La empresa demuestra capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación en este sentido, con clientes de primera línea. Visitadas varias explotaciones por el comité de calificación así como por el experto contratado por CARE (véase Anexo II), se confirma lo anterior.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Las sensibilizaciones practicadas por CARE permiten concluir que la TIR se encuentra entre 4,9% y 10,1%, con una probabilidad del 90%.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas.

- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, los informes trimestrales del administrador de los primeros años cobran particular relevancia para dos conceptos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra y la implementación de la infraestructura de riego establecidos en el plan de negocios (que propone comprar tierras con un 70% de aptitud agrícola, y 70% de ésta potencialmente regable). Asimismo se determinan porcentajes mínimos de desempeño que contribuirán a establecer el juicio futuro de la calificadora (capítulo 7.2 del contrato del Fideicomiso).
- Destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el agente/aparcero ya que este último adquiere certificados de participación de 8.2% del monto de emisión de la oferta pública con un máximo de 3,75 millones de dólares.
- El mercado de tierra agrícola como el de los commodities alimenticios, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones de política pública monetarias globales, en el largo plazo presenta tendencias robustas de incremento de la demanda.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido. Asimismo, la implementación de riego en las explotaciones agropecuarias está alineado con las disposiciones de política de la actual administración de gobierno.

SECCIÓN I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado “Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas”.

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, así como de las calificadoras de riesgo. La nota conferida no representa no obstante una recomendación de compra o una garantía de CARE para futuros 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, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola con infraestructura de riego, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada escenario. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Ing. Julio Preve y el Cr. Martín Durán Martínez. El análisis de las contingencias jurídicas fue realizado por el Dr. Leandro Rama Sienra, cuyo informe se adjunta (ver Anexo I). Del mismo modo CARE contrató los servicios de un profesional independiente, el Ing. Agr. Juan Peyrou para evaluar la gestión de Bearing Agro en las cuatro explotaciones administradas por éste.

Por disposición del BCU y de la Entidad Representante (BVM) la calificación debe actualizarse con una periodicidad anual. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como la concreción de la infraestructura de riego prevista en el Prospecto. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas de compra de tierra y de establecimiento de infraestructura de riego y puesta en marcha de las explotaciones agrícolas, debería ir incrementando la nota. Tanto el fiduciario como el agente/aparccero se comprometen a proveer esta información.

Antecedentes generales

Del prospecto se toma un resumen de las características del negocio que deriva de la emisión de Certificados de Participación escriturales con un valor nominal total mínimo de US\$ 30.000.000 (dólares estadounidenses treinta millones) y máximo de US\$ 50.000.000 (dólares estadounidenses cincuenta millones). Estos montos se compondrán de la siguiente forma: en una primera etapa se invitará a suscribir hasta U\$S 46.250.000 (cuarenta y seis millones doscientos cincuenta mil dólares). En una segunda inmediatamente después, se invitará a suscribir hasta el 8,2 % efectivamente suscrito en la etapa anterior, con un máximo de U\$S 3.750.000 (tres millones setecientos cincuenta mil dólares). Bearing Agro SA se obliga a adquirir los Certificados de Participación de la segunda etapa.

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas” será la emisión de certificados de participación de oferta pública, a los efectos de obtener los recursos dinerarios necesarios para ejecutar el plan de negocios del Fideicomiso, que consiste en la adquisición de inmuebles rurales con determinadas características, realizarles intervenciones en infraestructura de riego, a los efectos de darlos en aparcería para su explotación, con cargo a los fondos que componen el Patrimonio Fiduciario..

Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que aumenta de valor y un flujo de ingresos en base a un contrato de aparcería desarrollado mediante un plan de explotación llevado a cabo por el agente/aparcero.

El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través de la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto del arrendamiento de esas tierras, siguiendo protocolos de inversión y administración.

El plazo de la inversión es de 15 años, pudiendo extenderse tres años.

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Bearing Agro S.A, una compañía con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola con especialidad en riego. Esto se desarrollará especialmente en la Sección III.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones inmobiliarias, sin perjuicio de distribución de utilidades cada año producidas por el ingreso de aparcería.
- Adquisición de aproximadamente 7.000 hectáreas de campo, que se arrendarán mediante contrato de aparcería y en los que el agente/aparcero, por cuenta del Fideicomiso realizará importantes inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en arrendamiento.
- Respecto del ingreso bruto total estimado, y para valores promediales de la tierra y de los productos agrícolas de las diferentes simulaciones, aproximadamente un 60% correspondería a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 40 % a los ingresos por aparcería.
- Una estimación de TIR para el inversor, según el emisor, en un rango de entre 2,5 % y 13,6 %, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas descritas en el prospecto de emisión.

2. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada fue la siguiente¹:

- Prospecto de emisión
- Contrato de fideicomiso
- Contrato de aparcería
- Modelo de Contrato de Prenda de Granos
- Modelo de Emisión de CP's
- Compromiso de Suscripción e Integración
- Contrato de Agente de Pago
- Contratos de Entidad Registrante y Representante
- Estados Contables al 30/6/2013 y 30/6/2014 de Bearing Agro con informes de compilación.

¹ CARE debe recibir todavía los documentos definitivos.

- Entrevistas a informantes calificados para verificación de reputación del operador.
- Informes de gestión.
- Protocolos de inversión y de gestión.
- Estados Contables del Fiduciario y de su subsidiaria encargada para la contabilidad de Fideicomiso.
- Informe jurídico (Anexo I)
- Informe de campo de predios seleccionados (Anexo II)
- Entrevista a las personas clave según el artículo 8.15 del Contrato de Fideicomiso así como el encargado de la coordinación agrícola, Jorge Francomano.

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los certificados de participación.
- b) La administración, en este caso Bearing Agro SA y TMF Uruguay el fiduciario.
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota.

SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas, 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 Tierras Irrigadas
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Operador/Aparcero:	Bearing Agro S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Cotización bursátil:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Organizador:	AUREN Asesor fiscal y Bragard& Durán Asesores legales
Títulos a emitirse:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	Hasta US\$ 50.000.000
Distribuciones:	Bianuales, con vencimientos en el 15 de abril y el 15 de setiembre de cada año.
Calificadora de Riesgo:	CARE calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agrega en el Anexo I (Informe de Contingencias Jurídicas). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

El informe recorre diferentes aspectos del contrato de fideicomiso, haciendo énfasis en la suscripción e integración diferida, en el objeto, y en los derechos de los beneficiarios. También analiza las contingencias subjetivos (del fiduciario, del agente/aparcero y de los fideicomitentes beneficiarios) y los objetivos (las autorizaciones administrativas y la delimitación de obligaciones e incumplimiento grave del Agente Aparcero) del riesgo jurídico de estructura.

Finalmente concluye: "...se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad de los contrayentes. En cuanto al fondo, no apreciamos problemas estructurales que comprometan en forma insalvable el cumplimiento del pago puntual y total de los Certificados de Participación a ser emitidos."

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 eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es moderado.*

SECCIÓN III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. (TMF) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Bearing Agro S.A. en su triple condición de agente, aparcero y fideicomitente. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es Equity Trust Netherlands B.V. (parte de TMF Group).

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscrita en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Siguen siendo sus autoridades el Sr. Juan Pablo Fernández Ranvier y la Sra. Florencia Regueiro en calidad de Presidente y Vicepresidente respectivamente. Encargado de la Administración en Uruguay es el Sr. Martín Improta Cerviño

A la fecha de la Calificación, TMF Uruguay AFISA administra el Fideicomiso de oferta pública denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este"

La tarea de manejo contable y financiero de la Sociedad y de los fideicomisos sigue siendo llevada a cabo por TMF Uruguay SRL (TMF BPO), cuya idoneidad para la tarea fuera analizada en anteriores informes. Se mantiene el juicio en el sentido que no ofrece observaciones.

Al 30 de setiembre de 2015, TMF Uruguay AFISA presenta estados contables intermedios condensados. Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 1: Estado de Situación (en miles de \$)		
Concepto	30/9/15	31/12/14
Activo	19.127	15.353
Activo Corriente	4.156	1.413
Activo no Corriente	14.971	13.939
Pasivo	10.617	7.934
Pasivo Corriente	10.617	7.934
Pasivo no Corriente	-	-
Patrimonio	8.510	7.419
Pasivo y Patrimonio	19.127	15.353
Razón Corriente	0,39	0,18

Fuente: EE.CC TMF al 30/9/15

Cuadro 2: TMF, Estado de Resultados (en miles de \$)		
Concepto	30/9/15	30/9/14
Ingresos Operativos	1.780	1.165
Costo Servicios Prestados	(436)	(74)
Resultado Bruto	1.344	1.091
Gastos Administración y Vtas.	(1.332)	(1.220)
Resultado Operativo	12	(129)
Resultado Financiero	(347)	(41)
IRAE	(32)	(32)
Resultado del Periodo	(365)	(202)

Fuente: EE.CC TMF al 30/9/15

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma tiene patrimonio positivo aunque un resultado parcial negativo (ejercicio de nueve meses). Si bien no tiene un buen indicador de liquidez (aspecto que no es novedoso) se recuerda que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

2. Bearing Agro S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de la información siguiente: información proporcionada por la firma a través del Prospecto informativo, de sus EE.CC y a través de reuniones personales con los principales de la misma; entrevistas en la empresa con directivos y administradores de campos; verificaciones de reputación mediante entrevistas a informantes calificados, y visitas tanto del Comité de Calificación como del técnico contratado a estos efectos. De todos estos aspectos, que componen la opinión del Comité, se da cuenta a continuación.

2.1. Antecedentes

Bearing Agro S.A es una Sociedad Anónima con domicilio en Plaza Independencia 753, piso 7 (Montevideo – Uruguay), inscrita en el Registro Único Tributario con el número de RUT 21 673515 0019 y en el Banco de Previsión Social con el Número 5600644, constituida el 20 de Mayo de 2011. Sus acciones están representadas en títulos físicos nominativos emitidos en un 100% a nombre de personas físicas. Cierra ejercicio al 30 de junio y su actividad principal es el cultivo de cereales (excepto arroz), legumbres y semillas.

Bearing Agro S.A. nace a raíz de la fusión de capitales internacionales y locales en el año 2010. En el ámbito internacional Bearing Agro S.A. tiene su origen en Bearing Capital, entidad

fundada en Estados Unidos de Norteamérica en 2001 y que está orientada a la inversión en infraestructura, commodities y energía en Latinoamérica.

Bearing Capital ha desarrollado y liderado proyectos por más de doscientos millones de dólares desde su creación.

Por su parte, el grupo de socios locales, que integra Bearing Agro S.A. ha venido actuando en el mercado de tierras de Uruguay desde el año 2001, asistiendo y asesorando a varios clientes internacionales y locales en múltiples procesos de adquisición de campos. Han realizado transacciones inmobiliarias junto a empresas como Eufores/ENCE, Forestal Oriental, UAG, El Tejar, MSU, Breeders and Packers Uruguay, Hillock Capital, entre otros tantos inversores particulares

En 2008, junto a un equipo de ingenieros agrónomos argentinos, el grupo de socios locales creó Consultagro S.A., una empresa uruguaya especializada en la tecnología de riego aplicada a cultivos tradicionales como maíz, soja, trigo, cebada y sorgo. Con el aporte del equipo de técnicos argentinos, Consultagro S.A. se convirtió en una firma líder en agricultura y sistemas de riego. Su trayectoria muestra más de treinta proyectos ejecutados y cien equipos funcionando, principalmente en Argentina. Sin embargo desde el año 2008 aumenta su presencia en Uruguay, donde ya se llevan diez proyectos entre ejecutados y en vías de ejecución, con dieciocho equipos funcionando y treinta y siete en proceso de instalación.

En 2010 Bearing Capital se relacionó con Consultagro S.A. y comenzó un proceso de análisis de inversión en riego y agricultura en el Uruguay, culminando al año en la creación de Bearing Agro S.A. Para ese entonces, Consultagro S.A. ya había desarrollado el primer campo bajo riego, con dos años de explotación, que pasó a ser incorporado a Bearing Agro S.A. junto con los otros dos campos que hoy conforman la base operativa de la empresa. A través de Consultagro S.A. el presente Fideicomiso prevé realizar la infraestructura de riego.

Los profesionales de Bearing, además, administran o asesoran actualmente o en el pasado cercano, aproximadamente 100.000 has de agricultura, formando parte en Uruguay de empresas como Unicampo, firma dedicada al asesoramiento y explotación agropecuaria, Evera SAC (Noble Group Uruguay), seleccionando campos para la explotación agrícola, Consultagro S.A. Tecnología en Riego, firma dedicada al diseño y ejecución de proyectos de riego mecanizado, manejo productivo de establecimientos con riego, distribuidor para Uruguay de Pivots y Lineales T-L (Nebraska USA), caños y accesorios de Mexichem Argentina S.A. asesoramiento y administración agropecuaria. Abrenty S.A. firma dedicada a la explotación agropecuaria.

2.2. Integrantes del equipo de Bearing Agro S.A.

Son integrantes del Directorio los señores: **Michael T. Stewart**, Presidente. Stewart fue fundador de Bearing en 2001 y desde 2007 administra sus propios campos en Uruguay. **Enrique Garbino**, Secretario, es Contador Público, socio de Consultagro y socio local de Auren (firma de auditoría de origen español). **Francisco Pitt**, posee un título de Administrador de Empresas de la Universidad del Salvador (Argentina); se incorpora a Bearing Partners en 2009 en el área de desarrollo de proyectos de inversión y ha trabajado en la administración de campos familiares en Argentina por más de 10 años. Finalmente, **Robert Spatz**, tiene un título de Matemática y Economía en Hamilton College (USA); es socio fundador de Bearing Capital; lideró recientemente un fondo de Global Arbitrage en Deutsche Bank Nueva York; tiene más de 18 años de experiencia generando inversiones en mercados emergentes.

Lideran el área productiva los señores: **Jorge Francomano**, responsable de la producción agropecuaria propiamente dicha. Francomano es Ingeniero en Producción Agropecuaria, Agronegocios de la Pontificia Universidad Católica Argentina. Country Manager de MSU Agro S.A; gerenció una superficie de cultivos sembrados mayor a 40.000 has, liderando un equipo de profesionales y personal medio mayor a 50 personas. Estuvo al frente de la compra de tierras para un fondo institucional, las cuales se desarrollaron todas para usos agrícola, ganadero y arrocero. En esta operación estará al frente, en principio, de un equipo de tres ingenieros agrónomos. Mientras que el responsable del desarrollo y suministro de la infraestructura de riego será **Ricardo Kosterlitz**. Es Ingeniero Agrónomo de la Universidad Nacional de Buenos Aires; especialización en agricultura en la Universidad de San Andrés, Argentina. I.A. San Diego, diseño de pivotes para riego y sistema lineal.

Consultor en diseño y desarrollo de proyectos de riego. Socio de Green (Consultagro S.A.), Abrenty S.A. y C.D.U. S.A. Estos dos profesionales, a juicio de CARE, resultan claves en el éxito productivo de la operación.

De la gestión administrativa se encarga un equipo liderado por Francisco Pitt y **Carlos O'Brien**, este último tiene un título en Economía y Contabilidad como así también en Agricultura, ambos de la UDELAR (Uruguay); además, es socio de Consultagro S.A.

Como asesores externos cuenta con **Auren**, Contabilidad y Auditoría; el Estudio **Bragard & Durán** en asuntos legales y **Blasina y Asociados** en temas técnicos y de control.

2.3. Situación económico financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. En tal sentido presentó EE.CC por los cuatro últimos ejercicios finalizados, esto es al 30 de junio de 2012, 2013, 2014 y 2015. No presentó informe de auditoría independiente sino informe de compilación, en consecuencia, se trata de afirmaciones de la empresa, no auditadas.

A continuación se exponen el comparativo de los Estados de Situación y de Resultados para los ejercicios mencionados. Los mismos están expresados en miles de dólares corrientes.

Cuadro 3: Estado de Situación (miles de U\$S)				
Rubros	30/6/15	30/6/14	30/6/13	30/6/12
Activo	4.867	5.157	4.667	2705
Activo Corriente	1.875	1.982	2.002	1.432
Activo no Corriente	2.992	3.175	2.665	1273
Pasivo	3.733	3.698	3.767	2640
Pasivo Corriente	3.561	3.469	3.481	2.272
Pasivo no Corriente	171	229	286	343
Patrimonio	1.135	1.459	901	91
Pasivo y Patrimonio	4.867	5.157	4.667	2.730
Liquidez (AC/PC)	0,53	0,57	0,58	0,63
Solvencia (A/P)	1,30	1,39	1,24	1,02

Fuente: EE.CC Bearing con informe de compilación

Cuadro 4: Estado de Resultados (miles de U\$S)				
Rubros	30/6/15	30/6/14	30/6/13	30/6/12
Ingresos Operativos	1.073	1.773	1.671	746
Costos Operativos	(1.015)	(1.262)	(1.166)	(542)
Resultado Bruto	58	511	504	204
Gastos Adm y Ventas	(286)	(247)	(137)	(46)
Gastos Diversos	(2)	(20)	(35)	(30)
Resultado Operativo	(229)	244	332	127
Resultados Financieros	(27)	(173)	(40)	(33)
IRAE	(74)	493	517	
Resultado del Ejercicio	(330)	564	810	94
Fuente: EE CC con informe de compilación				
Nota: El ejercicio al 30/6/13 fue ajustado por IRAE diferido				

De acuerdo a los cuadros precedentes, la firma muestra una sólida situación patrimonial aunque en el último ejercicio cerrado (junio de 2015) muestra un descenso del mismo como consecuencia de haber obtenido resultados negativos. Esto se refleja en el índice de solvencia (definido acá como el cociente entre totales de activo y pasivo) que, pese a haber descendido, sigue siendo razonable (1,30). En cambio no parece adecuado el índice de liquidez (tomado como el cociente entre activo corriente y pasivo corriente). Sin embargo, hasta el momento esto no ha sido un problema, fundamentalmente porque aparece registrado como pasivo corriente una importante deuda con accionistas y partes relacionadas (del orden de los U\$S 3 millones) que, seguramente, llegado el momento no han tenido dificultades para posponer su cobro; si esa partida se cambiara a pasivo no corriente, los índices de liquidez serían superiores a la unidad. Como se ha dicho, la actividad principal de la firma ha sido la actividad agrícola siendo su principal bien de uso la maquinaria y equipos. Esta actividad, que ya viene desempeñando, es similar a la que se espera realice en este fideicomiso.

2.4. Fideicomitente

Bearing es también Fideicomitente comprometiéndose a aportar un monto máximo de USD 3.750.000 a través de la adquisición de Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario. La forma de integración y garantías están contempladas en el Contrato de Fideicomiso y en el Compromiso de Suscripción e Integración.

Sintéticamente se prevé que la suscripción de todo Certificado de Participación estará condicionada a la constitución de una garantía en favor del Fiduciario que deberá consistir en: (i) una prenda de depósito por el monto total de lo suscripto y no integrado, más un 10,00 % por concepto de intereses moratorios que pudieran corresponder y que fueran devengados desde el respectivo incumplimiento y hasta el efectivo pago, así como a los gastos y honorarios que la cobranza pudiere originar; o (ii) una garantía a primera demanda irrevocable emitida por una institución bancaria uruguaya de primera línea por el monto total de los Certificados de Participación suscriptos y no integrados más un 10,00% por concepto de intereses moratorios que pudieran corresponder y que fueran devengados desde el respectivo incumplimiento y hasta el efectivo pago así como a los gastos y honorarios que la cobranza pudiere originar. La garantía deberá mantenerse vigente mientras subsista la obligación de integración de los Certificados de Participación. Esta exigencia no aplica a instituciones de intermediación financiera o AFAP's pero si a Bearing.

El Fideicomitente asume bajo Contrato, la obligación de suscripción en firme y de forma irrevocable de la totalidad de los Certificados de Participación que se ofrezcan en el segundo día del periodo de suscripción, es decir: (i) 8.2 % del monto que efectivamente se haya suscripto en el primer día de suscripción, en caso que se hubieren recibido suscripciones inferiores a la suma de USD 46.250.000, o (ii) USD 3.750.000 en caso que en el primer día del período de suscripción se hubieran recibido –conforme a lo establecido en el Prospecto- suscripciones iguales o por encima de USD 46.250.000; y a su integración mediante el sistema de Integración diferida, previa constitución de las

garantías previstas a tales efectos. En consecuencia, queda conformado un diseño financiero en que Aparcero (Fideicomitente) y Fideicomiso tienen alineados los intereses por lo que, más allá de los controles previstos, los incentivos van en un mismo sentido.

2.5. **Visitas a los campos administrados por Bearing agro**

En particular muy relevante resultó la visita que realizara el propio Comité de Calificación de CARE a dos de los cuatro establecimientos – los más grandes- en donde se está aplicando el sistema productivo que se va a implementar en el presente Fideicomiso. Estas visitas contaron con la presencia de los responsables técnicos tanto del área productiva como del desarrollo de infraestructura de riego.

Asimismo, para completar la visión del Comité acerca de la capacidad de gestión, se contrató al especialista Ing. Juan Peyrou, para que realizara visitas más exhaustivas y analizara información generada acerca de la explotación de los campos. Como se ha señalado, un punto crucial de la calificación lo constituye la evaluación de la capacidad de gerenciamiento del proyecto que motiva la emisión. Su informe, generado a partir de entrevistas, recorridas y análisis de información proporcionada por la empresa, puede apreciarse en el Anexo II. El mismo concluye:

- *Del análisis de la información recibida, de las visitas a los distintos establecimientos y las entrevistas con los equipos técnicos, se concluye que el emprendimiento cuenta con los recursos humanos y técnicos para llevar adelante lo programado. Tanto en lo que respecta al montaje de los sistemas de riego, con la mejor tecnología disponible, como en la fase de ejecución de la actividad agrícola. A pesar de tratarse de una actividad en la que en el país no se cuentan con muchos antecedentes, se ha logrado conformar un equipo que ha demostrado resolver eficientemente los desafíos enfrentados.*

Cabe destacar también como un aspecto favorable del fideicomiso, la absoluta alineación de incentivos entre éste y el administrador aparcero, el que a su vez tiene un importante compromiso de inversión.

3. **Gobernanza**

En el diseño del Fideicomiso, Bearing Agro S.A. es el aparcero por las tierras adquiridas; es el agente encargado de identificar los predios adecuados en función del modelo de negocios aprobado y descrito detalladamente en el Prospecto (esto es, basado en agricultura bajo riego); es el encargado de diseñar el plan de inversiones (particularmente en infraestructura de riego) que posibilite el cumplimiento del objeto del Fideicomiso.

Para ello cuenta con los recursos humanos y económicos descritos en las líneas precedentes, pero además, se crea un **Comité de Vigilancia** con amplias facultades de contralor sobre las acciones emprendidas o recomendadas por Bearing que por otra parte están sujetas al cumplimiento de protocolos y contratos que especifican y acotan su accionar (en particular los Contratos de Fideicomiso y de Aparcería).

Esto está contemplado en la cláusula 18 del Contrato de Fideicomiso. Allí se establece que los miembros iniciales de este comité deberán ser designados por la **Asamblea de Titulares** por mayoría absoluta dentro de un plazo de cuarenta y cinco días corridos de la emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la primera integración. Estará compuesto por hasta 3 miembros representantes de los titulares, debiendo al menos uno de ellos tener aptitud técnica y experiencia para el cumplimiento de las tareas encomendadas (este podrá ser remunerado, los demás serán honorarios).

Sus atribuciones son muy amplias y su enumeración excede el alcance de esta sección por lo que nos remitimos a la cláusula 18 del Contrato de Fideicomiso. De la lectura de las mismas se desprende que el Comité de Vigilancia tiene amplios poderes de contralor sobre todas las funciones atribuidas a Bearing: selección y recomendación de predios para su adquisición por parte del fideicomiso; elaboración del plan de inversiones; su explotación en calidad de aparcero y finalmente su recomendación de venta. Debe velar también por el cumplimiento de las metas propuestas, esto es, haber identificado correctamente predios productivos por hasta el 50% de los fondos emitidos

dentro de los primeros 9 meses y el resto dentro de los 18 meses desde la emisión de los CP's (cláusula 7.2 del Contrato). Este es un compromiso de desempeño mínimo, que estará presente en las sucesivas evaluaciones que practicará la calificadora.

En conclusión, este Comité considera que Bearing Agro S.A. está en condiciones de realizar satisfactoriamente aquellas acciones que posibiliten el cumplimiento del plan de negocios del presente Fideicomiso, incluyendo su compromiso de suscripción e integración de los CP's tal cual se establece en los contratos respectivos.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del aparcerero, agente o fideicomitente. *El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Bearing Agro S.A. En virtud de todos los análisis practicados incluso in situ por el propio comité; teniendo en cuenta las conclusiones del informe técnico que se anexa; teniendo presente asimismo su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando de modo especial su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones; se considera que el *riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora (Bearing) no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto.

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

Riesgo por cambio de administrador, se encuentra acotado por el importante grado de involucramiento del mismo en el negocio.

Riesgo constructivo, se encuentra acotado por las mismas razones que el punto anterior.

SECCIÓN IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas” es obtener rentabilidad para los inversores a través de la valorización de los campos adquiridos así como de los ingresos logrados bajo la modalidad de aparcería en una explotación agropecuaria lograda mayormente bajo riego. El Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas es constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales en las zonas de mejores tierras de la República Oriental del Uruguay, con aptitud agrícola, en los cuales se incorporará valor a través de la instalación en los mismos de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. En efecto, las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea. Por tanto el patrimonio fiduciario estará constituido por los siguientes bienes y derechos que conforman el presente Fideicomiso:

- i) los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación;
- ii) los Predios Productivos adquiridos y todas las mejoras existentes en los mismos o las que se incorporen en el futuro (incluyendo los Sistemas de Riego);
- iii) los derechos y acciones derivados de la documentación contractual suscripta en el proceso de adquisición y enajenación de los Predios Productivos, cualquiera sea la modalidad contractual empleada (boletos de reserva, promesa de compraventa, compraventa definitiva);
- iv) los importes obtenidos como consecuencia de la enajenación de los Predios Productivos;
- v) la Retribución de los Contratos de Aparcería;
- vi) los derechos y acciones derivados de todos los contratos que el Fiduciario suscriba por el Fideicomiso, sin que implique limitación los siguientes: Contrato de Agente de Pago, Contrato(s) de Aparcería, Contrato de Entidad Registrante, Contrato de Entidad Representante y Contrato(s) de Prenda de Granos y la(s) Garantía(s) de Integración;
- vii) las Inversiones Permitidas y los frutos derivados de las mismas;
- viii) las indemnizaciones a las que eventualmente tenga derecho el Patrimonio Fiduciario derivadas de relaciones contractuales o por daño extracontractual;
- ix) los fondos existentes en las Cuentas Fiduciarias, sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso;
- x) los derechos de cobro de las pólizas de seguro cedidos y endosados a favor del Fiduciario por el Fideicomiso, por el porcentaje del 23% conforme a lo previsto en la cláusula 8.6 del Contrato de Fideicomiso;
- xi) cualquier otro bien o derecho derivado de los bienes y derechos referidos precedentemente.

Las proyecciones económicas del prospecto, se presentan por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos. El modelo de negocios se sustenta bajo el supuesto de adquirir 6.790 hectáreas rurales, las cuales representarían un área agrícola de 4.414 hectáreas (63% del área adquirida) y un área bajo sistemas de riego de 3.000 hectáreas (68% del área agrícola).

Los supuestos utilizados en las proyecciones, en su mayoría compartidas por CARE son:

- Razonable monto asignado a la inversión inicial.
- Estimación completa de gastos.

- El punto clave, la estimación del incremento real en el valor de los campos (5% anual) parece razonable ocurra, en especial a largo plazo, es decir más allá de desviaciones inter anuales, y teniendo presente además la evolución esperada de la inflación estadounidense y teniendo presente el valor agregado por la infraestructura de riego.
- Se supuso que el valor terminal de los flujos de fondos del proyecto en el período de proyección es nulo, liquidándose los activos netos del Fideicomiso en el año 15.

Cuadro 5. Flujo de Fondos del Proyecto (cifras en miles de USD)

Años	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Inversión en certificados	-50,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Venta de tierra IRAE a la venta de la tierra	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	118,24
Ingresos por aparcería	0,00	2,08	2,17	2,28	2,39	2,51	2,64	2,77	2,91	3,05	3,20	3,36	3,53	3,71	3,89	4,09
Costos estructura	0	0,17	0,17	0,18	0,19	-0,2	0,21	0,22	0,23	0,24	0,25	0,27	0,28	0,29	0,31	-0,323
Flujo de fondos	-50,00	1,92	2,00	2,10	2,20	2,31	2,43	2,55	2,68	2,81	2,95	3,10	3,25	3,42	3,59	110,51
TIR	8,90%															

Fuente: resumido de información del estructurador

Con respecto a los supuestos sobre los ingresos por arrendamiento (aparcería), CARE los considera optimistas. Esto se debe a que considera una evolución proyectada de precios de los commodities agrícolas que no necesariamente condice con las actuales expectativas de precios. En este sentido, CARE recalculó el flujo para analizar en qué medida afectaba el retorno del inversor. Más adelante en la Sección V se profundizará sobre este aspecto.

Por otra parte, se propone un supuesto distinto en cuanto a la puesta en marcha del proyecto. El emisor supone un 100% del área incorporada con riego a la producción desde el primer año, pero el propio calendario de integración, más allá de las eventuales dificultades prácticas, hace difícil que el primer año se disponga del total de los campos y la infraestructura en condiciones. Por tal motivo se entiende que toda la agricultura del primer año se realizaría en condiciones de secano, lo que implica asumir rendimientos sensiblemente menores, en especial para el caso del maíz. Ello implicaría una reducción estimada del 20% en los ingresos por aparcería para el fideicomiso. Por tanto se incorporó al análisis esta segunda simulación.

2. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno del 8,9% en base a supuestos físicos y de precios de la tierra razonables como ya se mencionó. Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra, la evolución esperada del precio de los productos agrícolas y la productividad de la hectárea producto de la implementación de la infraestructura de riego y la proporción de área regada en los campos. A su vez, existe un diseño del modelo de negocio que mitiga diferentes riesgos inherentes a la actividad agrícola. A continuación se mencionarán las más relevantes:

(a) Pago mínimo.

El contrato de aparcería, hace que el retorno del Fideicomiso esté alineado a la evolución del negocio agrícola. Tanto en lo que refiere a aspectos físicos de la producción como en los relativos al precio de los productos. Según la modalidad del contrato de aparcería, el aparcerero se obliga a abonar pagos variables que oscilarán por factores inherentes a la productividad y al precio. En lo que refiere a los factores

inherentes a la productividad, en la cláusula 8.4 del contrato de Fideicomiso se establece un pago mínimo, poniéndole un piso al pago en volumen físico del agente aparcerero². Este mínimo mitiga en parte, el riesgo "productivo" del proyecto.

- (b) Estrategia de cobertura para la volatilidad de corto plazo de precios.

La política de comercialización realizada por el agente/aparcerero establece un diseño de estrategias de cobertura que reducen la volatilidad del precio de los granos. Este diseño, mitiga en parte el riesgo inherente a la volatilidad de corto plazo del precio de los productos que influyen de forma relevante en el ingreso por aparcería del fideicomiso.

- (c) Coberturas de seguros.

Con la implementación de los sistemas de riego, el riesgo de déficit hídrico y sequía están adecuadamente mitigados. Para prevenir aún más los eventos más frecuentes que afectan la producción, el aparcerero implementará una política de seguros. Este diseño (sistemas de riego y coberturas de seguros) mitiga en parte el riesgo inherente a la fase productiva.

El Cuadro 4 expone la respuesta del retorno del inversor según variaciones en las proyecciones de precio según el emisor. **Se observa que en el escenario más desfavorable, (desvalorización del precio de la tierra de 1% y una nula variación en los precios y costos de los bienes agropecuarios), la TIR del inversor se situaría en 2,6%. Vale la pena mencionar que este escenario es de muy baja probabilidad.** El precio de la tierra ha evidenciado en Uruguay y en el mundo una tendencia de largo plazo creciente. Es un bien escaso, que conjuntamente con una demanda creciente de alimentos en el mundo presiona al alza el valor de este factor de producción. Asimismo, el avance tecnológico, que aumenta la productividad, hace que se valore aún más (ver Anexo III, Informe Sectorial de la Tierra). A su vez, la liquidación final del activo tierra puede diferirse hasta tres años, de modo de mitigar una baja de precios en el año 15.

² El Pago Mínimo bajo los Contratos de Aparcería será el equivalente en dinero al precio de 600 kg de soja por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola y a 1.200kg de maíz por hectárea agrícola efectivamente explotada con dicho grano por Año Agrícola.

Cuadro 6. Rentabilidad del Proyecto y variaciones propuestas

Tasa apreciación anual de la Tierra	Inflación Anual de precios y costos agropecuarios				
	0%	2,50%	5,00%	7,50%	10%
-1,00%	2,60%	3,20%	4,00%	4,90%	5,90%
0,00%	3,30%	3,90%	4,60%	5,40%	6,40%
1,00%	4,00%	4,50%	5,20%	6,00%	6,90%
2,00%	4,70%	5,20%	5,80%	6,60%	7,50%
3,00%	5,50%	5,90%	6,50%	7,20%	8,00%
4,00%	6,20%	6,70%	7,20%	7,90%	8,60%
5,00%	7,00%	7,40%	7,90%	8,60%	9,30%
5,50%	7,40%	7,80%	8,30%	8,90%	9,60%
6,00%	7,80%	8,20%	8,70%	9,30%	9,90%
7,00%	8,60%	9,00%	9,50%	10,00%	10,60%
8,00%	9,50%	9,80%	10,20%	10,70%	11,30%
9,00%	10,30%	10,70%	11,10%	11,50%	12,10%
10,00%	11,20%	11,50%	11,90%	12,30%	12,80%
11,00%	12,10%	12,40%	12,70%	13,10%	13,60%

Fuente: prospecto de emisión

Cabe subrayar que en el prospecto se ha fundamentado con solvencia no solo la valoración esperada de la tierra, sino el plus que significa el agregarle una infraestructura de riego, apelando a fuentes internacionales. El proyecto en cuestión implica un agregado de valor a la tierra en base a la implementación de los sistemas de riego, que el estructurador estimó en 30% del precio del recurso. No existen prácticamente antecedentes estadísticos nacionales sobre el incremento que en el precio de la tierra tiene ese tipo de inversión, pero sí existen en Estados Unidos donde el USDA³ reporta diferencias de precios de la tierra regada y no regada, en 18 estados, y las mismas muestran diferencias sensiblemente mayores a las manejadas. Se comparte entonces el criterio conservador utilizado por el estructurador, en la media que la realidad en ese país, no puede ser trasladada automáticamente, por diversos motivos.

Ello vuelve conservador el guarismo de 5% de incremento anual de valor, lo que fortalece todo el análisis. Del mismo modo las hipótesis de ingresos por aparcería consideran básicamente movimientos de precios, no considerando movimientos en la productividad para dar más consistencia a las proyecciones, lo que no es razonable dado que cabe esperar aumentos de productividad por ha en volumen físico. En cuanto a los movimientos de precios los presentados están fundamentados aunque más abajo se presentan otros voluntariamente más desfavorables para el proyecto.

2.1 Replanteo del Flujo de Fondos

En el flujo de fondos presentado en el modelo de negocios, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son compartidos (evolución del precio de la tierra, rendimientos, etc.). No obstante lo anterior, los precios agrícolas, cuya evolución registra algunas diferencias entre especialistas, presentan a juicio de CARE, algunas motivos de replanteo que justifican realizar otros cálculos. En base a ello y tomando los fundamentos de la Sección V del presente informe, CARE recalculó el Flujo de Fondos suponiendo trayectorias de precios menores a los proyectados en el modelo de negocios. Las trayectorias de precios se basaron en las proyecciones del USDA, de FAO-

³ Land Values 2015 Summary, agosto 2015, USDA

OCDE y del Banco Mundial⁴. El nuevo escenario calculado por CARE en base a los nuevos supuestos de precios de los productos agrícolas, disminuye la TIR a 7,9%.

Simultáneamente se asumió el supuesto que en el primer año, no se pudiera incorporar el riego, es decir que toda el área agrícola se realizaría en condiciones de secano. Se estimó el impacto en los ingresos de concretarse esta vicisitud en un 20% de reducción de los mismos.

Surge así el siguiente cuadro de resultados según se consideren distintas áreas de riego en el primer año y distintas tasas de evolución de los precios agrícolas:

Cuadro 7. Resultados de las simulaciones realizadas				
Situación del primer año	Impacto en los ingresos	Tasa de evolución de las commodities		
		1%	3%	5%
Sin riego	-20%	7,8%	8,1%	8,5%
Con riego	0%	7,9%	8,2%	8,9%

Fuente: elaborado por CARE

El efecto de la baja en las proyecciones de precios y rendimiento es reducida en términos de TIR. Esto se debe a que el principal driver del retorno de la inversión está asociado a la apreciación de la tierra y en menor medida a los ingresos por aparcería.

También se analizó el efecto que tendría en el retorno del proyecto la introducción del impuesto de Primaria asumiendo las tasas vigentes, no verificándose modificaciones significativas en los resultados.

2.2 Análisis de riesgo, escenario volátil.

Con el objetivo de sensibilizar la tasa interna de retorno del Proyecto, se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

Se definieron como variables claves del proyecto a los precios de venta de los granos así como el precio de la venta de la tierra. Para ambas variables se asume una distribución triangular. Para el caso del precio de los granos se adoptó un criterio más conservador, tomando en cuenta las últimas estimaciones de largo plazo para los granos de la USDA⁵ que como promedio dan alrededor de un 1%. Este valor fue el que se adoptó como más probable. Se tomó como cota superior el crecimiento promedio anual de los últimos 15 años (4%). Al tratarse de una variable triangular la cota inferior es de -2%.

Para el caso del precio de la tierra, como se plantea en el capítulo siguiente, la apreciación de la misma resulta conservadora a la luz del comportamiento histórico. Por lo tanto se tomó valor más probable el adoptado por el modelo. La cota superior se adoptó el crecimiento que se obtiene en la serie histórica tomando períodos de 15 años (10%) y como cota inferior un crecimiento casi nulo (0,5%).

Cuadro 8. Variables sensibilizadas				
Variable	Distribución	Mínimo	Más probable	Máximo
Variación anual del precio de la tierra	Triangular	0,5%	5,5%	10%
Variación anual del valor de arrendamiento	Triangular	-2%	1%	4%

Fuente: CARE

⁴OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2015 – 2023, USDA Agricultural projections to 2025 de febrero de 2016 y World Bank projections to 2025.

⁵Disponible en: <http://www.usda.gov/oce/commodity/projections/>

Cuadro 9. Rentabilidad simulada del Proyecto

VARIABLE	Min.	Prom.	Max.
TIR (%)	3,3	7,4	11,5

Fuene. CARE

De este análisis se desprende que el 90% de los casos la TIR se encuentra entre 4,9% y 10,1%.

A partir de análisis complementarios puede observarse que la variable Tasa de apreciación de la tierra es la más relevante y la que le agrega mayor variabilidad a la TIR del proyecto. Siendo que la apreciación de la tierra ya considera un valor más probable conservador y que se le dio la variabilidad más alta de las históricas calculadas en el capítulo siguiente (10% de máximo vs 8% y 9%), el resultado muestra una TIR robusta.

Estas sensibilizaciones muestran que el modelo de negocios propuesto en el prospecto de emisión sortea diferentes escenarios adversos.

2.3 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado⁶, CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁷) del presente proyecto. El mismo se obtiene considerando los costos o retribución correspondiente de las diferentes fuentes de recursos, ponderadas por su participación en la estructura de financiamiento. En este caso no existe el componente de endeudamiento, por lo que el proyecto se financia enteramente por Fondos Propios o CPs. En ese sentido, se calculó el rendimiento requerido por el capital invertido en Certificados de Participación (fondos propios), y se ponderó el mismo por el peso de estos en las fuentes de financiamiento (100%). A continuación se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto (WACC).

$$WACC = E(r_i) * \frac{E}{E + D} + r_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

$E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital (propio)

E: Capital propio (emisión de CPs)

D: Deuda (No contemplada en este proyecto)

r_d : tasa de interés de la deuda (No contemplada en este proyecto)

t: tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁸ adicionamos a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

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

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

⁶El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7%.

⁷Weighted Average Cost of Capital

⁸A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

r_f : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$: es el exceso de rentabilidad del portafolio de mercado.

Er_p : Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

- Para el caso del β_{im} se tomó en cuenta el promedio histórico disponible (5 años) *unlevered beta* para países emergentes calculado por Damodaran⁹.
- Para la tasa libre de riesgo se tomó en cuenta el promedio de los últimos 15 años de la tasa de los bonos a 10 años de EEUU
- Para $E(R_m) - R_f$ se calculó el *Premium Risk* para el promedio de los últimos años de acuerdo a los datos de Damodaran
- Para el riesgo país se tomó en cuenta el promedio de los últimos 10 años del Uruguay Bond Index (UBI)

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital del 7,1%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8,9%) según el prospecto de emisión y equivalente a la re-estimada a la menor de las simulaciones realizadas por CARE (7,2%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior o equivalente a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras – ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando además el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos de compra y arrendamiento, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es prácticamente inexistente.

⁹Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

SECCIÓN V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos agrícolas, al menos hasta el momento de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Permanece en cambio como riesgo el de políticas públicas asociado a los permisos administrativos. En este sentido vale aclarar que esta calificación cobra pleno sentido sólo si se pueden desencadenar los procedimientos previstos en el plan de negocios vinculados con la compra de la tierra y la implantación de la infraestructura de riego.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de los commodities agrícolas y de la tierra.

1 *Riesgo Económico y de Mercado*

Cabe destacar los siguientes aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original y que se consideran válidos en el momento de su actualización.

- Los productos agrícolas-alimenticios aumentan de valor por, la demanda mundial debido a cambios demográficos (aumento del 40% en la población al 2050) y al crecimiento económico, particularmente, en las economías en desarrollo. Esto induce la demanda derivada por tierra en lo que respecta al uso de la misma como factor de producción.
- El crecimiento de las ciudades y la urbanización, provocan un doble efecto. Por un lado aumenta la demanda de alimentos vía “mercado” y por otro, disminuye el área agrícola cultivable en el planeta.
- En Uruguay, el sector agrícola ha evidenciado un importante crecimiento en la siembra. En 2014 se cultivaron 1,8 millones de hectáreas en el país.
- Dado que los rendimientos físicos planteados están lejos de la frontera tecnológica, bien puede esperarse que en el tiempo se logren productividades crecientes.
- Existe seguridad comercial secundada por el fácil acceso a los principales mercados y variadas opciones de comercialización en los rubros de exportación.
- Posibilidades de mejora en la infraestructura y logística en el mediano plazo que aumentarían los márgenes.
- La tierra evidencia una demanda derivada como inversión debido a que es un bien escaso y protege a los inversores de desequilibrios monetarios, inflación, quiebras financieras, etc. El abuso en la flexibilidad de las políticas monetarias en los principales mercados ha configurado un escenario más que propicio para que continúe la apreciación de la tierra por este motivo.

No obstante este escenario de largo plazo, se han registrado modificaciones en la economía mundial que se reflejan en algunos cambios en el comportamiento de los precios en el corto plazo.

El escenario internacional actual se caracteriza por tres fenómenos que alteran el comportamiento de los precios: a) el crecimiento de la economía norteamericana que se refleja en el fortalecimiento del dólar; b) la normalización en la situación monetaria de ese país y c) los países emergentes, que fueron el sostén de la década, mediante el sostenido aumento de la demanda

derivada del crecimiento económico, muestran un enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la demanda por las materias primas y los alimentos.

Estos tres fenómenos determinan impactos adversos sobre las economías emergentes, en varios aspectos: por un lado el fortalecimiento del dólar implica una reducción de todos los precios nominados en esa moneda, y por otro, el debilitamiento de la demanda acentúa ese comportamiento; el otro aspecto adverso lo constituye el cambio en el escenario financiero mundial; de una situación de abundancia de financiamiento a consecuencia de las políticas de “flexibilización cuantitativa”, que determinó un fuerte flujo de capitales hacia esos países, con la nueva situación tiende a revertir el sentido del flujo elevando los costos de financiamiento.

En base a lo anterior se concluye que las modificaciones en el escenario mundial son de carácter coyuntural, y que no implican por tanto alteraciones permanentes de los supuestos utilizados. De todas formas, el hecho que se haya registrado este cambio en los precios, a los inicios del proyecto, afecta favorablemente la inversión, en la medida que la adquisición de tierras, se realizará, de acuerdo a los datos de la primera adquisición en curso, a precios inferiores a los estimados, por lo que mejora las perspectivas de la inversión.

En línea con el informe de calificación, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los arrendamientos. Como fue descrito en la sección anterior del presente informe, el prospecto de emisión correlaciona el valor del arrendamiento con el precio de la tierra. CARE considera que las proyecciones de precios de los productos agrícolas representan una variable proxy de mayor correlación que la del valor de la tierra. En este sentido, en la sección anterior se describió el resultado de valorar el arrendamiento esperado correlacionándolo con la evolución esperada de precios de los productos agrícolas – alimenticios. Es en base a estos aspectos que CARE basó las hipótesis para realizar algunas de las simulaciones descritas en la Sección IV del presente informe.

Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión. Como fue mencionado anteriormente, el 40% de los ingresos brutos refieren a los arrendamientos.

Los precios de los productos agrícolas han exhibido trayectorias crecientes en los últimos diez años en el mundo y en Uruguay. El mercado internacional de los granos ha atravesado una prolongada fase de precios altos (en términos históricos), en un escenario de precios altos del conjunto de los productos primarios en general y los alimentos en particular. Entre las causas que explicaron este contexto se destaca; (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial, (b) el aumento del consumo, en especial de los países en vías de desarrollo o emergentes, (c) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales y (d) el avance tecnológico de los biocombustible que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos con los mercados de los bienes energéticos.

En el mercado de granos, destaca el crecimiento de la soja en primer lugar, el maíz en segundo y el trigo el tercero. El aumento del comercio de granos en el mundo se aceleró notablemente en la última década, creciendo a una tasa de 3,2% anual, más del doble que la tasa de 1,5% anual alcanzada en la década previa. El comportamiento fue similar para los principales granos, aunque los ritmos de expansión del comercio fueron diferentes en cada caso.

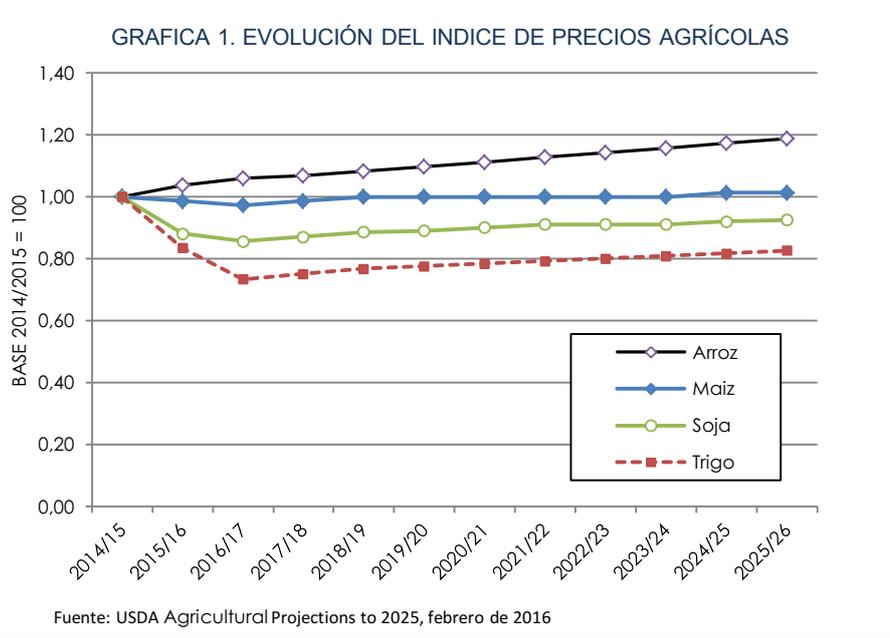
En Uruguay, la influencia del mercado internacional sobre el mercado local de los granos creció intensamente en la última década, y transformó al mercado externo en el destino principal de la oferta nacional arbitrando los precios locales con los precios globales.

No obstante lo anterior y según publican las principales instituciones que se dedican a proyectar precios de los commodities agrícolas, el escenario antes mencionado estaría llegando a su fin.

Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA proyectaban en el año 2015 precios nominales estables y en términos reales con variaciones levemente negativas. Proyectaban que después de la corrección a la baja inicial, todos los precios del complejo oleaginoso aumentarán

en términos nominales en el mediano plazo (no aumentando en términos reales) debido a la fuerte demanda de aceite vegetal y harina proteica. Esta hipótesis justifica los escenarios severos a los que se sometieron los flujos.

En el caso del USDA, ya publicó sus proyecciones para la década próxima y ratifican en prácticamente todos los rubros agrícolas esa leve mejora en términos nominales¹⁰.



Las proyecciones marcan cierta estabilidad en el mediano plazo, con la excepción del arroz, por un lado, que muestra una tendencia levemente creciente (tasa anual del 1.4%) respecto al precio de 2015/16 y el trigo, por otro, que muestra una tendencia declinante de -0.5%.

¹⁰ USDA Agricultural Projections to 2025, febrero de 2016

Sobre el precio de la tierra

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadoradora es el de la tierra. Esto se fundamenta en que aproximadamente el 66% de los retornos de la inversión se explican por el valor de este activo.

El precio de la tierra ha mantenido un fase de apreciación en dólares desde comienzos del siglo hasta 2014 aunque ese año, a un menor ritmo de crecimiento que el evidenciado en la década pasada.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sectorial de CARE sobre el precio de la tierra¹¹, se presenta un detallado informe donde se destaca lo siguiente:

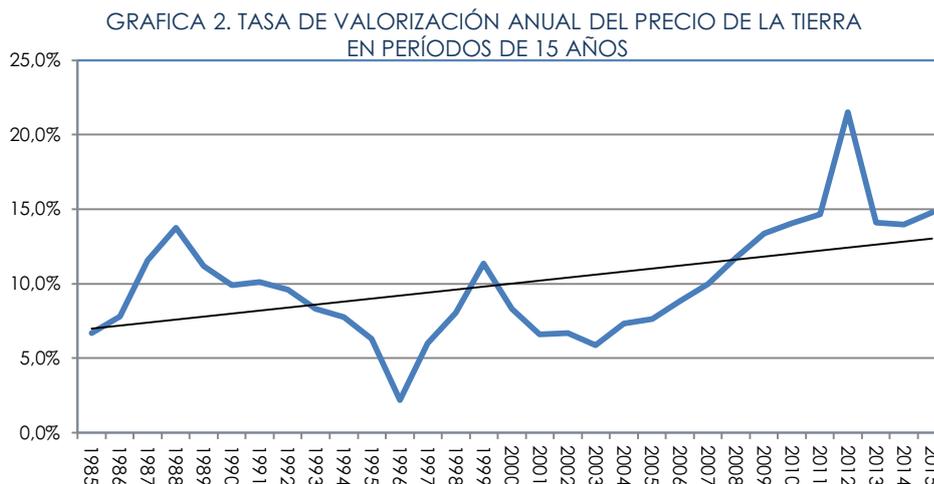
“La oferta de tierras es finita y está amenazada por diversos factores (erosión, urbanización, etc.) mientras que la demanda se presenta como cada vez más creciente. Este contexto hace que la tierra se tienda a valorizar cada vez más y se presente como un adecuado refugio de capitales en busca de activos seguros”

“La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra. La quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera internacional del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los principales Bancos Centrales del mundo han generado una externalidad positiva para la inversión en tierras. Si bien esta coyuntura está en proceso de cambio, es probable que el shock negativo que recibirá el precio de la tierra sea de corto plazo y que los factores estructurales (aumento de demanda, innovación, urbanización, etc.) lo amortigüen.”

A pesar de ello y en respuesta a las condiciones de la economía mundial señaladas, se han producido algunos cambios en el comportamiento de corto plazo del precio de la tierra en 2015. Según cifras publicadas por la DIEA - MGAP, en base a la información obtenida de la Dirección General de Registros (DGR) del Ministerio de Educación y Cultura, sobre la totalidad de las transacciones durante 2015, el precio promedio de la ha de tierra, registró un descenso del 9% respecto a 2014 al pasar de USD 3.934 a 3.584.

De todas formas la experiencia histórica demuestra que esos movimientos de los precios no han impedido que la tasa de crecimiento en períodos de quince años, muestre valores positivos y altos. En efecto, CARE ha estimado la tasa de valorización del precio de la tierra en intervalos de 15 años, a partir de 1969. Esa información concluye que la tasa promedio es del 10% anual, que la tendencia es alcista y que los menores valores se obtuvieron en los años 1995 a 1997, siendo el valor mínimo de 2.2% (véase gráfica).

¹¹ Precio de la Tierra; tierra de uso agropecuario en Uruguay, diciembre de 2015, disponible en CARE@care.com.uy



Fuente: DIEA - MGAP

Si se analiza el comportamiento de esta variable modificando la duración de los períodos considerados se encuentra que a medida que se acortan los períodos, aumenta la variabilidad de los resultados. Si bien la mayor tasa se obtiene con períodos de 15 años, además el coeficiente de variación es sensiblemente menor que los obtenidos con períodos de 12 y 9 años (37%, 85% y 98% respectivamente).

Cuadro 10. Tasas de variación anual del precio de la tierra según los años considerados

Variables	Años considerados		
	9	12	15
Tasa promedio	9,0%	7,9%	10,0%
Desv. St	8,9%	6,7%	3,7%
Coef. Var.	98%	85%	37%

Por tal motivo se entiende que a pesar del comportamiento reciente de los precios, fundado en la evolución esperada del entorno mundial en el mediano y largo plazo, y en los antecedentes en el comportamiento histórico del precio de la tierra, el riesgo derivado del comportamiento del precio de la tierra, es bajo.

Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace.

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba. La introducción del nuevo impuesto de primaria, si bien constituye un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión y no artería las expectativas del negocio sectorial en general.

Riesgo de Entorno: *En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo.*

SECCIÓN 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 el agente/aparccero, 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, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹²BBB(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.

ANEXO I
INFORME DE CONTINGENCIAS JURÍDICAS

“FIDEICOMISO FINANCIERO TIERRAS IRRIGADAS”.

Informe Jurídico.

I – Introducción.

El negocio fiduciario proyectado consiste en constituir un patrimonio autónomo y afectado a la adquisición de inmuebles rurales de especial aptitud irrigatoria y al financiamiento de inversiones en riego para maximizar su productividad según las pautas del Plan de Negocios diseñado al efecto. Con todo ello se espera lograr la valorización de las inmuebles que representa en definitiva la principal fuente de rentabilidad y finalidad central del fideicomiso.

Cumplido lo cual el fideicomiso se extinguirá por el cumplimiento de su objeto, procediéndose a la extinción y consecuente liquidación del patrimonio fiduciario cancelando todos los costos y gastos pendientes y la distribución final a favor de los beneficiarios de los certificados de participación a emitirse.

Son las partes constituyentes del fideicomiso financiero: el Fiduciario **TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos SA** y **Bearing Agro SA** como Fideicomitente y en la medida que se obliga a suscribir e integrar parte de los Certificados de Participación. Asimismo Bearing Agro SA queda vinculado en el propio contrato constitutivo como **Agente** del proyecto y será quien lleve a cabo la explotación en calidad de **Aparcero**, rol a desempeñar al tenor del Contrato de Aparcería que deberá otorgar junto al Fiduciario.

Si bien no son Partes constituyentes, cumplen una función relevante de la estructura BVM (Bolsa de Valores de Montevideo), quien funge simultáneamente de entidad Registrante y entidad Representante, al tenor de sendos contratos a suscribir con el Fiduciario. Finalmente Scotiabank Uruguay SA será el Agente de Pago, según el contrato de Agente de Pago que firmará con el Fiduciario.

El presente informe está elaborado a partir del análisis de la siguiente documentación en borrador: Prospecto Informativo de la Emisión con sus Anexos convencionales, a saber: (I) Contrato de Fideicomiso Financiero, (II) Modelo de Contrato de Aparcería, (III) Modelo de Contrato de Prenda de Granos, (IV) Modelo de Documento de Emisión de Certificados de Participación, (V) Compromiso de Suscripción e Integración, (VI) Contrato de Agente de Pago, (VII) Contrato de Entidad Registrante y (VIII) Contrato de Entidad Representante.

De la compulsión de la documentación y sin desmedro de los desarrollos que subsiguen, como concepto general entendemos que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad de los contrayentes.

En cuanto al fondo, no apreciamos problemas estructurales que comprometan en forma insalvable el cumplimiento del pago puntual y total de los Certificados de Participación a ser emitidos.

II – El Contrato de Fideicomiso Financiero.

En este capítulo explicamos en forma sucinta los hitos centrales del negocio fiduciario plasmados en el Contrato. Reservamos el siguiente para analizar las posibles contingencias jurídicas que pudieran plantearse en la vida del Fideicomiso y en su caso, las coberturas y fortalezas del sistema para superarlas o mitigarlas.

1. Emisión. Suscripción e Integración Diferida.

Una vez obtenida la autorización del BCU para la oferta pública y se cumplan las inscripciones de rigor en el BCU y en la Bolsa de Valores de Montevideo, el Fiduciario procederá a emitir los Certificados de Participación al tenor de las disposiciones del artículo 25 de la Ley 17.703 y según los parámetros diseñados en la cláusula 5 del Contrato. Los valores serán escriturales y de oferta pública y se emitirán por hasta U\$S 50.000.000 y con un mínimo de U\$S 30.000.000.

En cuanto al procedimiento de Suscripción e Integración, el Contrato nos remite al Prospecto, donde se establece la suscripción en dos etapas: **a)** suscripción de CP por hasta U\$S 46.250.000 y **b)** suscripción de CP por hasta el 8,2% de los montos suscritos en la etapa anterior, con un límite máximo de U\$S 3.750.000. Bearing Agro SA como sponsor del proyecto y Fideicomitente se obliga en forma irrevocable a suscribir e integrar la totalidad de Certificados de Participación que sean ofrecidos en la segunda etapa. Para lo cual suscribirá con el Fiduciario el “Compromiso de suscripción e integración” que reglamenta esta obligación y de cuya lectura se desprende que dicha obligación de inversión tiene como tope U\$S 3.750.000.

Con más precisión y según la cláusula 2 (objeto) del *Compromiso de Suscripción e Integración*, Bearing Agro SA (como Fideicomitente) se obliga a suscribir e integrar los CP que se ofrezcan en la segunda etapa por el equivalente al 8,2% del monto efectivamente suscrito en la primera etapa si en ella se recibieran suscripciones inferiores a U\$S 46.250.000; o por la suma de U\$S 3.750.000 si en la primera etapa las ofertas fueran iguales o superiores a U\$S 46.250.000.

En cuanto a la Integración, se establece un régimen diferido en tres instancias: **a)** un tercio de los montos suscritos al día siguiente al cierre del período de suscripción; **b)** otro tercio a los 6 (seis) meses desde la misma fecha de cierre y **c)** el remanente a los 12 (doce) meses a contar desde la misma fecha. En cada oportunidad de integración, el Fiduciario emitirá los certificados de participación correspondientes al monto integrado.

El Prospecto y la cláusula 5 del Contrato informan en forma suficiente las garantías a favor del Fiduciario que cada suscriptor deberá constituir. Se exceptúa de la obligación de garantizar la integración a Bearing Agro SA, las AFAP, Cajas Paraestatales, instituciones de intermediación financiera y entidades aseguradoras registradas en el BCU. Asimismo se previene que las AFAP no incurrirán en mora si la falta de integración obedeciera a que los valores perdieron su condición de instrumentos pasibles de ser adquiridos por dichas instituciones (literal b artículo 123 Ley 16.713). Finalmente, en caso de verificarse un nivel de morosidad que afecte el cumplimiento del plan de negocios, el Contrato prevé la posibilidad de realizar una nueva emisión de certificados de participación para cubrir los montos no integrados (cláusula 5.2 apartado (iii)).

2. Objeto. Patrimonio. Plazo.

El objeto del fideicomiso consiste en la emisión de los certificados de participación en los términos que vienen de explicarse. Según la cláusula 2 del Contrato, los montos obtenidos de la emisión proyectada se aplicarán a la ejecución del Plan de Negocios proyectado. Esto implica realizar determinadas inversiones. En primer orden se invertirá en la compra para su explotación de los inmuebles rurales (**Predios Productivos**) conforme al **Protocolo de Selección de Campos** y según las recomendaciones y gestiones desarrolladas por el Agente (cláusula 6 del Contrato). El Fideicomiso no realizará directamente la explotación de los predios, sino que generará una renta a través de la celebración de un Contrato de Aparcería, mediante el cual el Aparcero tomará los campos para desarrollar la explotación agrícola y como contraprestación abonará al Fiduciario una renta equivalente al 23% de la Producción Bruta que

se obtenga por la producción agrícola y pecuaria, sin perjuicio de la fijación del *Pago Mínimo*; de acuerdo con las previsiones de la cláusula 3 del Contrato de Aparcería y cláusula 8.2 y 8.4 del Contrato de Fideicomiso. En segundo lugar y con el fin de incrementar la productividad y su valor, el Fiduciario hará las inversiones necesarias para dotar a los campos de los sistemas de riego que en cada caso correspondan. Según la cláusula 6, el Agente en su recomendación de adquisición de los Predios Productivos, además de las especificaciones técnicas y asesoramiento sobre la aptitud irrigatoria y el presupuesto de inversión en riego, deberá seleccionar la empresa que llevará a cabo su instalación.

Finalmente el Fiduciario queda facultado para invertir, bajo instrucción del Agente, determinados fondos líquidos en los productos financieros detallados taxativamente en la cláusula 11.5.

El patrimonio fiduciario está minuciosamente definido en la **cláusula 3 del Contrato** y comprende todos los bienes, derechos y acciones emergentes de la titularidad de los predios productivos aplicados a la explotación, incluyendo los *Sistemas de Riego*; conformando un patrimonio de afectación autónomo que constituye la única fuente de recursos que garantiza la satisfacción del derecho que emerge de los certificados de participación.

La cláusula 4 del Contrato establece **un plazo de 15 años a contar desde la fecha de emisión correspondiente a la primera integración**. Cumplido este plazo, se deberá iniciar el proceso de liquidación del fideicomiso de acuerdo a lo pautado en la cláusula 19.

3. Derechos de los Beneficiarios.

Están contemplados en la cláusula 9 del Contrato. Los certificados de participación confieren derechos a participar en el **producido** y el **remanente** del patrimonio fiduciario, lo que se traduce en un derecho de crédito de renta variable, exigible en los siguientes momentos y condiciones: **a)** el derecho a percibir los **Pagos Periódicos**, semestralmente los días 15 de abril y 15 de setiembre respectivamente, el remanente de los ingresos derivados de la comercialización del 23% de la Producción Bruta, subordinado a la deducción previa de todos los conceptos señalados en C. 9.1 A) (i); **b)** en cada ocasión que se produzca una **Liquidación Parcial**, percibirán el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos, con idéntica subordinación que en el párrafo anterior y **c)** en todo supuesto de **Liquidación Total**, el derecho a percibir la totalidad de los fondos líquidos del patrimonio fiduciario según los estados contables a la fecha de liquidación y en forma subordinada a la deducción previa de los fondos necesarios para cancelar los gastos del fideicomiso y la constitución de la Reserva Fija (cláusula 19.2). En todos los casos naturalmente los pagos serán en proporción a las respectivas participaciones en el total de Valores emitidos.

III – Contingencias jurídicas de la estructura.

Bajo este acápite se analizan los riesgos jurídicos del emprendimiento, que podemos segmentar en aquellos de tipo subjetivo, relacionados con la capacidad y poder normativo negocial de las partes intervinientes y los objetivos que refieren en particular y **atendiendo especialmente al interés de los inversores-beneficiarios**, al estricto cumplimiento del Plan de Negocios mediante la adquisición de los predios y la explotación agrícola dentro de los plazos y condiciones previstas.

III.1. Aspectos subjetivos

Del Fiduciario. El Prospecto Informativo da cuenta que TMF URUGUAY Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos SA, está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros desde el mes de mayo de 2007, de conformidad

con las disposiciones de las leyes 16.774 y 17.703. Es una sociedad anónima uruguaya cuyo único accionista es TMF Gorup B.V.

Del Fideicomitente, Agente y Aparcero. BEARING AGRO SA está constituida bajo las leyes de nuestro país el 20.5.2011, que sus estatutos fueron aprobados por la AIN el 7.6.2011 e inscriptos en el Registro Nacional de Comercio el 22.6.2011. Sus acciones están representadas en títulos físicos nominativos cuya totalidad pertenece a personas físicas. En todos los contratos que lo vinculan con la estructura de marras comparece el Sr. Michael T. Stewart, quien figura en el organigrama de la empresa como Presidente del Directorio y del historial consignado en el Prospecto se infiere que las operaciones y actividades comprometidas en el presente emprendimiento se encuentran comprendidas en su objeto contractual.

Bearing Agro SA es fideicomitente constituyente del fideicomiso en virtud del compromiso irrevocable de inversión en certificados de participación, lo cual lo convierte asimismo en Beneficiario, todo lo cual según lo estipulado en la cláusula 5.3 del contrato de Fideicomiso y del Anexo V “**Compromiso de suscripción e Integración**”.

En suma, de la compulsas de la documentación se concluye que **las partes se encuentran autorizadas por el ordenamiento jurídico a participar en el negocio fiduciario proyectado y no se aprecian obstáculos para la validez y eficacia de las obligaciones que asumen.**

III.2. Aspectos objetivos.

Según anticipamos en la introducción, este bloque estará dedicado al estudio de aquellos aspectos estructurales más destacables desde la perspectiva de los beneficiarios y en orden al óptimo cumplimiento del emprendimiento agrícola como requisito central para el éxito integral del negocio fiduciario. A nuestro juicio hay tres aspectos que merecen destaque:

- a) las autorizaciones administrativas (previas y concomitantes) que deberán gestionarse en diferentes momentos de la vida del fideicomiso;
- b) la delimitación de las obligaciones de las partes y en especial las soluciones convencionales ante eventuales incumplimientos de Bearing Agro SA en la ejecución del binario haz obligacional que asume como Agente y Aparcero; y
- c) las herramientas de acceso a la información, fiscalización y control que se atribuyen a los Titulares en relación a la marcha del negocio con especial énfasis en las injerencias del Comité de Vigilancia.

a. Las autorizaciones administrativas.

a.1. En primer lugar y en el marco del “Procedimiento de adquisición” (cláusula 7 del contrato de Fideicomiso), se debe cumplir con las disposiciones de la Ley 18.092 y modificaciones (leyes 18.172, 18.461 y 18.638). La norma fue reglamentada por Decreto 225/007, modificado parcialmente por el Decreto 201/008. Estas normas establecen una serie de limitaciones a la titularidad de inmuebles rurales y explotaciones agropecuarias. Como principio se establece que las sociedades anónimas podrán ser titulares de tales derechos siempre que su capital social se encuentre representado por acciones nominativas y pertenecientes en su totalidad a personas físicas. Esta regla tiene una serie de excepciones que se extraen de la sucesión de normas legales y reglamentarias antedichas. En este ámbito de excepción se encuentran los fiduciarios de fideicomisos financieros comprendidos en la Ley 17.703 y en el caso que nos ocupa, se configura la hipótesis disciplinada en el artículo 2 del Decreto 225/007 en redacción dada por el artículo 2 del Decreto 201/008. Esta autorización debe ser gestionada por el Fiduciario asistido por el Agente, ante el MGAP individualizando los inmuebles seleccionados.

Deberá además solicitarse y obtenerse la autorización en cada oportunidad que se quiera ampliar la superficie de tenencia.

En este sentido cabe anotar que si bien nada sugiere que el Fiduciario no obtenga la autorización para ser titular de los inmuebles rurales, se debe considerar que la denegatoria constituye una causal de extinción anticipada del Fideicomiso (cláusula 4.2 del Contrato). Es razonable suponer, habida cuenta del plazo que insume la tramitación de dicha autorización en relación al programa de integración diferida de los certificados de participación, que en este supuesto de extinción ya se encuentre parte, sino la totalidad de las integraciones cumplidas, máxime si consideramos que tal causal no se configura con el acto denegatorio, sino cuando el mismo ha quedado firme lo que implica el agotamiento de la impugnación administrativa y en su caso jurisdiccional. En puridad, hablar de “extinción anticipada” equivale a resolución del contrato, debiendo verificarse en el supuesto las restituciones del capital integrado que por derecho correspondan.

La solución de esta particular contingencia encuentra una solución genérica – aplicable a cualquier hipótesis de extinción -, en la cláusula 19.1 del contrato de Fideicomiso. En efecto, cuando leemos la cláusula 9.1 referente a los derechos que otorgan los Valores, en su apartado (III) se establece el derecho de crédito en la “totalidad de los fondos líquidos (...)” y que resulten “de los estados contables a la fecha de liquidación del Fideicomiso”. El artículo se refiere al evento de “Liquidación Total” definida como la liquidación “que procede en caso de terminación del Fideicomiso (con excepción de la Cuenta Reserva), conforme lo dispuesto en la cláusula Décimo Noveno del contrato de Fideicomiso”. Y el primer inciso de esta cláusula 19 reza: “**En cualquiera de los supuestos de extinción del Fideicomiso establecidos en la cláusula Cuarto del presente, el Fiduciario procederá a la Liquidación Total del Patrimonio Fiduciario, con excepción de la Cuenta Reserva**”. La cláusula 4 establece todas las causales de extinción, esto es, las normales (cumplimiento del objeto, vencimiento del plazo), y las extraordinarias allí mencionadas, entre las cuales se encuentra la hipótesis aquí analizada.

a.2. El resto de las autorizaciones no presentan la disyuntiva anotada pues su cumplimiento es de verificación concomitante con el desarrollo de la explotación agrícola. En efecto, las autorizaciones de ampliación de tenencia de tierras están pautadas por un régimen de aceptación tácita si en el plazo de 30 días a partir de la solicitud, el Poder Ejecutivo no la observa. Si fuera observado o denegado, el fiduciario podrá recurrir conforme a derecho, pero en este caso no es causal de extinción del fideicomiso y la denegatoria de ampliación de tenencia no luce como un obstáculo insalvable para la correcta ejecución del plan de negocios.

a.3. Autorizaciones relacionadas con el uso y manejo de suelos y aguas. En este segmento cabe tener en cuenta la “autorización para el uso privativo de aguas del dominio público” reglamentada en la Ley 16.858 “Riego con Destino Agrario”, que exige para la hipótesis de marras, la obtención de un Permiso ante el MTOP si se cumplen los siguientes requisitos acumulativos (artículos 3 y 4): existencia de agua disponible en calidad y cantidad acorde a la reglamentación administrativa; que el solicitante cuente con un plan de uso de suelos y aguas aprobado por el MGAP (Decreto Ley 15.239 y modificaciones de Ley 18.564) y que el gestionante acredite ser propietario o titular del usufructo o goce de los suelos donde se harán las instalaciones de riego.

Como se aprecia, el cumplimiento de estas gestiones corresponde al Aparcero, lo cual se desprende del tenor del artículo 8.8 del Contrato de Fideicomiso y con mayor detalle en el elenco de obligaciones que asume en el Contrato de Aparcería. Así, la cláusula 6.2 de este contrato en los literales (b) y (c) refieren a las obligaciones de cumplir con la normativa vigente y los requerimientos de la Administración relativas al uso y conservación de suelos y agua, rotación de cultivos, etc. El último numeral de la cláusula (**n**) obliga al Aparcero a “*tramitar y mantener vigentes las autorizaciones, permisos y habilitaciones nacionales o municipales que sean necesarias en virtud del destino, uso o goce del predio productivo*”.

Si bien no está expresamente mencionado en el contrato, no debe perderse de vista lo dispuesto por el Decreto 349/005 (Ley 16.466), que exige la tramitación de la AAP (Autorización Ambiental Previa) ante la DINAMA-MVOTMA, cuando la extracción de agua supere determinados niveles (artículo 2 numeral 27).

La contingencia de que el Aparcero no cumpla con todo lo anterior está resuelta en forma adecuada con la obligación de indemnidad (cláusula 15.4 del Contrato de Fideicomiso), que pone a cargo de Bearing Agro SA la responsabilidad de mantener indemne al Fiduciario en caso de incumplimiento de sus obligaciones como Aparcero.

a.4. Ofrecimiento al Instituto Nacional de Colonización. Más que una autorización se trata de despejar la opción de fuente legal en favor del INC (artículo 35 y 70 de Ley 11.029 en redacción dada por artículo 15 de Ley 18.187), como paso previo a la compra por el fideicomiso. Sobre el punto cabe señalar que el ejercicio de este derecho debe instarse no únicamente en el proceso de adquisición (cláusula 7.3 del Contrato), sino asimismo cuando el fideicomiso se disponga a liquidar su patrimonio (tanto en situación de Liquidación Parcial o Total).

b. Delimitación de obligaciones. Incumplimiento grave del Agente Aparcero.

(i) Agente – Fiduciario.

El inversor deberá estar en lo medular a las obligaciones que asume el Agente en la cláusula SEXTO. A la interna del fideicomiso, el artículo detalla todas las tareas que debe prestar al Fiduciario y al Comité de Vigilancia y que pueden englobarse con el **concepto de asistencia**. El proceso de adquisición de los predios productivos es neurálgico y el Agente compromete en él toda su experiencia. El contrapeso o expresión de bilateralidad lo encontramos en la cláusula DÉCIMA que regula las obligaciones, facultades y prohibiciones que asume el Fiduciario en la estructura. Más allá de aquellas impuestas por la propia ley 17.703, cotejadas ambas cláusulas en armonía, se aprecia una debida delimitación de las obligaciones de ambas partes. Asimismo y en cuanto al régimen de responsabilidad, que en la especie es claramente subjetiva, en ambos casos se pacta igual limitante de responsabilidad, a saber: los supuestos de dolo o culpa grave, que a su vez fungen de justa causa de remoción resuelta en Asamblea de Titulares por Mayoría Especial. Esto surge de la cláusula 6.5 para el Agente. En cuanto al Fiduciario, la solución convencional es similar. La cláusula 16.1 establece el mismo mecanismo y mayoría para decidir la remoción por *justa causa*, entendida como “...por dolo o culpa grave si dicho incumplimiento no fuere subsanado dentro de los 30 días hábiles siguientes...”. A su vez y en concordancia, la cláusula 15.2 establece: “El Fiduciario sólo será responsable por los daños y perjuicios que fueran consecuencia directa de su actuación dolosa o cuando haya incurrido en culpa grave (...), la cual deberá ser declarada por sentencia judicial firme o un laudo arbitral firme...”.

(ii) Agente vs Aparcero.

Corresponde finalmente dedicar los siguientes párrafos al tratamiento de los eventuales conflictos, que pueden derivar de la ejecución simultánea de dos contratos entre las mismas partes, como lo son los contratos de Agente y de Aparcería, ambos celebrados con Bearing Agro S.A.

Esta vinculación subjetiva de los contratos se vuelve particularmente relevante cuando se regulan las distintas hipótesis de rescisión, pues si bien se conciben como plexos obligacionales independientes donde las causales de rescisión – particularmente el incumplimiento - pueden configurarse respecto de uno de estos contratos sin afectar al otro, **lo cierto es que resulta previsible que tales circunstancias hagan mella en la confianza depositada entre las partes.**

Parecerían ser estas las razones por las cuales si comparamos el régimen de rescisión y renuncia previstos para uno y otro contrato (**cláusulas 6.5, 6.6 para el Agente y 8.11 para el Aparcero**) encontramos que se ha optado por crear un vínculo entre los mismos. Así, en ambos casos se prevén tres hipótesis ante las cuales la Asamblea de Titulares por Mayoría especial puede resolver los contratos de Agente o Aparcería, que son el incumplimiento grave por parte del Agente o el Aparcero según el caso, la disolución o concurso del Agente o el Aparcero cuando lo habilita la ley y la tercer hipótesis que es precisamente donde se aprecia la vinculación, prevé la posibilidad de rescindir el contrato de Agente, cuando se ha configurado una causal de rescisión del contrato de Aparcería, o rescindir el contrato de Aparcería cuándo se ha configurado una causal de rescisión del contrato de Agente.

En definitiva, consideramos que los plexos convencionales establecen mecanismos razonables y jurídicamente adecuados para resolver los incumplimientos que pudieran presentarse durante la vida del Fideicomiso.

c. Actuación del Comité de Vigilancia.

Sin desmedro del ámbito de acción de los beneficiarios a través de la Asamblea de Titulares, cuyas atribuciones se encuentran diagramadas en la cláusula 17 del Contrato, a cuyo tenor cabe estar, entendemos propicio detenernos en la actuación del Comité de Vigilancia pues asume en la estructura un papel protagónico e imprescindible. La creación del Comité está prevista en la cláusula 18 y tiene por cometido supervisar de forma constante la ejecución del plan de negocios, en defensa de los Titulares quienes reunidos en Asamblea y por Mayoría Absoluta designarán a sus miembros (tres como máximo). La conveniencia de contar con este órgano radica en la necesidad de abatir los riesgos asociados a eventuales desvíos en la ejecución del plan de negocios, desarrollando una actividad de contralor permanente del cumplimiento de las obligaciones asumidas por el Agente y Aparcero.

En cuanto a la designación de los integrantes, se establecen dos límites a la postulación de aspirantes, a saber: por un lado la necesidad que al menos uno de sus miembros sea designado en virtud de su capacidad técnica y experiencia para cumplir con las tareas asignadas (este es el único de sus miembros que puede ser remunerado); y por otro lado, se prohíbe integrar dicho órgano con personas vinculadas al Fiduciario, al Agente, al Aparcero o personas con algún conflicto de intereses respecto a los mismos.

En relación a las atribuciones del órgano, se pueden clasificar en atribuciones de control, verificación e información, las cuales a su vez pueden dividirse según la etapa en que se verifican. Se debe destacar, por su novedad en este tipo de estructuras, que previo a la constitución del Comité y en cada oportunidad de renovación; se deberá elaborar un presupuesto de honorarios y gastos y un **“Protocolo de Fiscalización”** donde se incluirán las tareas en ese sentido, sobre todo las atinentes a la comprobación *in situ* de las plantaciones, cosechas, el área productiva afectada a los cultivos y la inversión en riego. Este Protocolo debe ser aprobado por la Asamblea (mayoría absoluta) y además por el Fiduciario.

Dicho esto, pasamos a detallar las atribuciones más relevantes según su naturaleza y las etapas del emprendimiento:

c.1 En la etapa inicial. Verificar el proceso de selección de predios productivos, expidiéndose sobre cada una de las propuestas de adquisición de inmuebles realizada por el Agente (cláusula 7.3); expedirse sobre propuestas del Agente para la ampliación del plazo para adquirir los predios (cláusula 7.2), así como verificar la planificación agronómica propuesta por el Aparcero y aprobar los planes de uso de suelos formulados por éste, antes de su presentación a las autoridades competentes. Se establece además que recibirá del Agente para su aprobación la estimación de los gastos que requerirá la ejecución de la Inversión en Riego en cada uno de los Predios Productivos, así como el presupuesto de reparaciones y

mejoras a realizar en cada inmueble, en tanto que del Fiduciario recibirá para su aprobación el presupuesto de gastos proyectados del fideicomiso (cláusula 5.6).

c.2. Durante la ejecución del plan de negocios. Atribuciones de contralor: Al Comité de Vigilancia corresponde: **i)** vigilar el cumplimiento de las obligaciones que el Aparcero asume en el Contrato de Fideicomiso (cláusula 8) y en el contrato de Aparcería. **ii)** validar trimestralmente los rindes informados por el Aparcero, **iii)** verificar el cumplimiento de normas de manejo y cuidado de recursos naturales renovables, obligaciones relacionadas con el uso de suelos y mantenimiento de los sistemas de riego; **iv)** evaluar razonabilidad de los seguros contratados, **v)** aprobar la designación de tasadores propuestos por el Agente o los Titulares para el caso de enajenación de inmuebles (cláusulas 18.4 x) y 20.1) y **vi)** aprobar los presupuestos de gastos presentados por el Fiduciario y Aparcero.

c.3. Información: Debe informar trimestralmente sobre las tareas de contralor realizadas por el órgano, solicitar información al Fiduciario, Agente, Aparcero y Tasadores, teniendo la obligación de evaluar la información que a su vez le sea remitida, a cuyos efectos el contrato otorga a los miembros del Comité las más amplias facultades de inspección, de revisión, auditoria, consulta y ampliación respecto de la información que le fuera presentada, quedando incluso autorizados a contratar el asesoramiento de profesionales idóneos.

c.4. En la etapa de liquidación. Expedirse sobre la necesidad de actualizar las tasaciones de los inmuebles antes de iniciar el proceso de liquidación (cláusula 19.1), así como expedirse respecto de las propuestas de venta de bienes presentadas por el liquidador.

En definitiva la estructura prevé una fuerte participación del Comité de Vigilancia en todas las instancias de desarrollo del plan de negocios, extremo que puede valorarse muy positivo, a la vez que muy ambicioso si consideramos que sólo uno de sus miembros realiza tareas remuneradas.

IV – Apuntes finales sobre el fideicomiso.

IV.1. En este capítulo final es pertinente hacer referencia a ciertas previsiones contractuales que evitan o mitigan las posibilidades de que eventos de incumplimiento comprometan el patrimonio fiduciario.

En primer lugar señalamos que en el Proceso de Adquisición (cláusula 7.3), es un acierto la utilización del mecanismo de suscribir un compromiso de compraventa al amparo de la Ley 8.733 en función del derecho real que otorga al adquirente a partir de la inscripción registral de la promesa y respecto de cualquier gravamen posterior a dicha fecha.

En segundo lugar, respecto de las obligaciones del Aparcero – al margen de lo que viene de comentarse – el contrato de Aparcería establece como garantía de cumplimiento de las obligaciones principales, la obligación accesoria de gravar con un derecho real de prenda sin desplazamiento (artículo 3 Ley 17.228) y en favor del Fiduciario, el 23% del cultivo de granos, las cosechas y las indemnizaciones que correspondan en caso de pérdida de los bienes objeto de la prenda (cláusula 14). A su vez, en el “Contrato de prenda de granos”, se establece a texto expreso (cláusula 11 – ejecución prendaria), la posibilidad de optar entre la ejecución judicial o la extra judicial, que naturalmente deberá llevar a cabo el Fiduciario en los términos precisos allí establecidos que en sustancia son conducentes a una rápida realización de los bienes afectados.

Finalmente, la redacción de la 19 del Contrato de Fideicomiso establece con sumo detalle todas las etapas y contingencias que deben ser cumplidas en la instancia de Liquidación Total del Patrimonio; aspecto relevante en aras de la óptima defensa de todos los intereses y derechos en juego.

IV.2. La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003. Los certificados de participación son escriturales, de oferta pública y se prevé su cotización bursátil. Según los artículos 25 y 27 de la Ley 17.703, los certificados de participación son títulos valores, por lo que rige en lo pertinente el Decreto Ley 14.701, según remisión expresa de las normas precitadas.

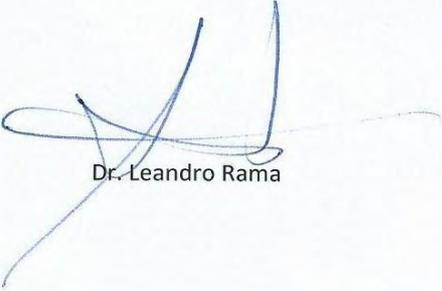
Dentro de este marco normativo general son de aplicación las pautas de la Ley 17.703 sobre rendición de cuentas que recae sobre todo fiduciario (art. 18); obligación indelegable y que en el Contrato se encuentra diagramada en la cláusula 12.

En cuanto a la responsabilidad de las partes en el contrato de fideicomiso, la misma se rige por los principios generales y en particular el Fiduciario deberá cumplir con el estándar del buen hombre de negocios que prescribe el artículo 16 de la ley. Se trata de una responsabilidad subjetiva al decir: “*Si faltare a sus obligaciones será responsable frente al fideicomitente y al beneficiario, por los daños y perjuicios que resultares de su acción u omisión*”. A continuación aclara que en ningún caso podrá exonerarse de responsabilidad al fiduciario “*por los daños provocados por su dolo o culpa grave...*”. El contrato de fideicomiso contempla esta limitación de responsabilidad, según viene de explicarse en el capítulo anterior.

Por su parte, resultan de aplicación las normas de la Ley Nº 18.627 que prevén la intervención de una Entidad Registrante (BVM), quien será responsable de llevar el Registro de Valores Escriturales, efectuando las pertinentes anotaciones en cuenta de sus respectivos titulares, en un todo de acuerdo a las estipulaciones del Contrato de Entidad Registrante (Anexo VII). BVM será la Entidad Representante de los Titulares de acuerdo a lo establecido en el artículo 73 de la ley 18.627 y del Contrato de Entidad Representante (Anexo VIII).

En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión.

Montevideo, 18 de marzo de 2016.-



Dr. Leandro Rama

ANEXO II
INFORME CARE, DE VISITA DE CAMPOS

Montevideo 28 de febrero de 2015

Sres.

CARE Calificadora de Riesgo.

De mi consideración:

Se informa respecto a las capacidades de instalación de sistemas de riego y la gestión posterior de los mismos en el desempeño agrícola, previstos en el Fideicomiso Tierras Irrigadas.

Los establecimientos agrícolas de Bearing Agro S.A en la actualidad, alcanzan a 4.780 has, explotados bajo formas de arrendamiento. Alcanzan a las 2.610 en explotación agrícola, en tanto que las son las siguientes 2.170 has restantes se subarriendan para ganadería, generalmente.

De esa superficie agrícola, el 58% se cultiva en régimen de secano (1.520 has) y el restante 42% (1090 has) se explota con riego. En la medida que se desarrollen los sistemas de riego, las proporciones variarán en sentido opuesto.

La superficie explotada, encuentra en los cuatro establecimientos, en distintas fases de implementación, fundamentalmente en lo que respecta a la incorporación del riego, mostrando diversos grado de avance. Esto ha sido de utilidad a los efectos de esta evaluación, porque permitió conocer los plazos que implican en la práctica, la resolución de las distintas etapas, así como identificar los principales problemas que enfrentan este tipo de iniciativas.

Los establecimientos tienen las siguientes características generales:

Establecimiento	Departamento	Área total	Área agrícola		Inicio actividades Bearing
			Secano	Riego	
SANTA MARÍA	Soriano	515	100	340	2008
LA CRIOLLA	Paysandú	1.905	180	450	2010
SANTA CATALINA	Flores	360	40	300	2012
MONZÓN	Soriano	2.000	1.200	-	2013

El análisis se realiza en dos perspectivas diferentes:

- Por un lado, se trató de evaluar la capacidad de la empresa, para la incorporación de los sistemas de riego propuestos en los predios a adquirir. La incorporación de valor que implica esta operación, es parte relevante de los ingresos esperados por los inversores. Esta operación requiere de construcción de la reserva de agua, obtención de la energía eléctrica necesaria por parte de la única empresa proveedora, instalación eléctrica para abastecer a los distintos equipos que requiera el campo, adquisición e instalación de los equipos de riego, en las zonas más apropiadas de los predios adquiridos.
- Por otro lado, en la medida que los ingresos del fideicomiso, son en parte función de los ingresos brutos agrícolas (23%), se trató de evaluar la capacidad operativa de la empresa para la actividad agrícola, especialmente en condiciones de riego.

Capacidad de instalación de sistemas de riego

Desde el punto de vista de la organización de la empresa, Bearing Agro S.A. incorpora a la sociedad a Consultagro S.A., en 2008, que aporta el conocimiento y la experiencia en riego por pivot, originada fundamentalmente en la Argentina y en el algún caso en Uruguay. Este componente de la empresa es el encargado de implementar la instalación de cada sistema.

La creación de la fuente de agua, no representa para el ambiente nacional dificultades, en la medida que existe cierta tradición en la construcción de represas para otros rubros (arroz fundamentalmente), pero en lo referente al sistema de bombeo, transporte, abastecimiento de energía, mecanismos de canalización del agua, instalación de los pivots, etc, en el país prácticamente no hay experiencia suficiente. Consultagro S.A. es la encargada de resolver estos aspectos, y se pudo percibir una apreciable solvencia y capacidad de ejecución.

En el Establecimiento Santa María, en Mercedes, Soriano, que es el primero que se incorpora al sistema, ya tiene instalados tres pivots, que cubre tres posiciones. Es un campo de pequeñas dimensiones, en términos relativos.

En este caso la fuente de agua la constituye el Río Negro, y allí se instaló una toma para tres bombas, una para cada pivot, que están conectadas con a ellos por vía inalámbrica, para comunicación automática, que en caso de dificultades tanto en la bomba como en el regador, detienen el sistema para evitar problemas posteriores.



Figura 1: toma de agua en el Río Negro, en el establecimiento Santa María, donde se puede apreciar la presencia de tres bombas independientes, que están conectadas vía inalámbrica con sendos pivots de riego.

En el resto de los establecimientos, la fuente de agua está constituida por represas, donde se instalan las bombas debidamente comunicadas con cada pivot de riego. Las situaciones visitadas, mostraron proyectos en distintos niveles de avance. En el predio de Monzón Heber, el sistema de riego está en instalación; este año aun no está operativo, debido entre otras cosas a las demoras de la empresa proveedora de energía eléctrica para cumplir con los compromisos de abastecimiento. Pero se pudo apreciar los avances en la instalación de las bombas de riego en las represas, la cañería de distribución del agua, y la instalación de los distintos pivots.

En el establecimiento La Criolla (Paysandú), se pudo apreciar el sistema en pleno funcionamiento. Se trata de un predio arrendado, para 630 has de agricultura, de las cuales 450 has son bajo riego y las restantes en condiciones de secano.

Hay instalados allí cinco pivots, con dos posiciones cada uno y –de acuerdo a lo informado- en dos años no se han registrado problemas en su funcionamiento, debido a la instalación del sistema. Cada pivot riega en dos posiciones para lo que es trasladado mediante una operación que –si bien sencilla- resulta delicada y riesgosa. Se ha demostrado suficiente capacidad para dicha operativa, así como para todo el manejo de esta tecnología.



Figura 2: pivot de riego, debidamente instalado y operativo en el establecimiento La Criolla

La gestión agrícola

La operativa estrictamente agrícola, es responsable de los ingresos del fideicomiso en la medida que –como se señaló más arriba-, el contrato con el aparcerero (Bearing Agro S.A.) implica el pago de una renta que constituye el 23% de la facturación bruta.

Esta operativa ha sido contratada a la empresa Agraservice S.A. (Agra), que tiene tradición de algunos años en el asesoramiento agrícola para productores, entre los que se destacan fondos de inversión.

Cuenta con un equipo de técnicos jóvenes, con buen nivel de capacitación para el tema, que trabaja en estrecho contacto con el equipo de Bearing-Consultagro.

Conjuntamente se diseñan los sistemas de rotación, que además de adecuarse a los objetivos de la empresa, debe cumplir con las exigencias de los programas oficiales en materia de conservación de suelos.

A la vez, se diseñan los presupuestos y el esquema básico tecnológico a utilizar en cada caso. De allí en adelante, pasa a ser tarea exclusiva de Agra, que asigna a cada campo, un agrónomo con dos ayudantes, y un regante. El agrónomo visita semanalmente cada una de las chacras, relevando la situación de manejo del agua, nivel de fertilización, sanidad del cultivo, e diseñando las medidas correctivas, si correspondiere. Los dos ayudantes participan en las tareas de monitoreo del cultivo, extracción de muestras para los análisis de suelos, etc. Y el regante, es el encargado del riego, como su nombre lo indica, estableciendo medidas cotidianas de la humedad de los suelos.

El estado sanitario de los cultivos, tanto en materia de enfermedades como de malezas, en un año tan lluvioso como el presente, evidencia un manejo eficiente de

las variables que condicionan el desempeño del cultivo. El estado de todas las chacras, de secano y de riego, es más que aceptable.



Figura 3. En primer plano, soja de secano, en un año de condiciones muy favorables para el cultivo, y en segundo plano el cultivo regado, donde se aprecia una significativa diferencia en el porte de las plantas. Es razonable esperar una diferencia aun mayor en rendimiento, dadas las características del stress hídrico en el momento del llenado del grano que sufrió el cultivo de secano y no así el regado. Las labores, son todas contratadas. Aplicaciones de herbicidas, siembras, fertilización, aplicación de insecticidas, y cosecha, son llevadas a cabo por empresas contratistas que cuentan con el respaldo de sus trayectorias en el mercado.

Los resultados obtenidos son buenos, en la medida que en condiciones de secano se ubican en el nivel promedio nacional o algo superior. En el caso de los cultivos regados se obtienen diferencias de rendimientos apreciables que parecen justificar holgadamente, el incremento en los costos, que esta tecnología implica.



Figura 4: cultivos de maíz bajo riego, contornado por un cultivo de soja de secano, donde no llega el área de influencia del pivot de riego

Las coberturas respecto al riesgo precios, es responsabilidad de Bearingagro S.A.. En general se plantea una cobertura temprana de los costos de implantación del cultivo, para luego seguir una política de capturar las eventuales alzas de precio que el mercado muestre durante el desarrollo del ciclo del cultivo. Esta segunda fase de la cobertura, se hace en estrecho contacto con el equipo de Agra S.A..

Este año se verificó un fenómeno de granizo, que afectó significativamente algunas áreas importantes de soja y maíz. Este problema puso en evidencia la necesidad de la cobertura del riesgo climático, no debidamente atendido en este caso.

En conclusión

Del análisis de la información recibida, a las visitas a los distintos establecimientos y las entrevistas con los equipos técnicos, se concluye que el emprendimiento cuenta con los recursos humanos y técnicos para llevar adelante lo programado. Tanto en lo que respecta al montaje de los sistemas de riego, con la mejor tecnología disponible, como en la fase de ejecución de la actividad agrícola.

A pesar de tratarse de una actividad en la que en el país no se cuentan con muchos antecedentes, se ha logrado conformar un equipo que ha demostrado resolver eficientemente los desafíos enfrentados.

RESULTADOS FISICOS DE LOS ESTABLECIMIENTOS

ESTABLECIMIENTO "SANTA MARIA"

SANTA MARIA 2010

CULTIVO	HAS. SEMBRADAS	HAS. COSECHADAS	PRODUCCIÓN (KG)	KG/HA
CEBADA	100	100	450.000	4.500
SOJA DE SECANO	150	150	420.000	2.800
SOJA DE 2º DE SECANO	100	100	250.000	2.500

SANTA MARIA 2011

CULTIVO	HAS. SEMBRADAS	HAS. COSECHADAS	PRODUCCIÓN (KG)	KG/HA
MAIZ IRRIGADO	167	167	1.102.105	11.300
MAIZ DE SECANO	21	21	791.633	4.500
SOJA DE 1º DE SECANO	122	122	34.041	3.100

SANTA MARIA 2012

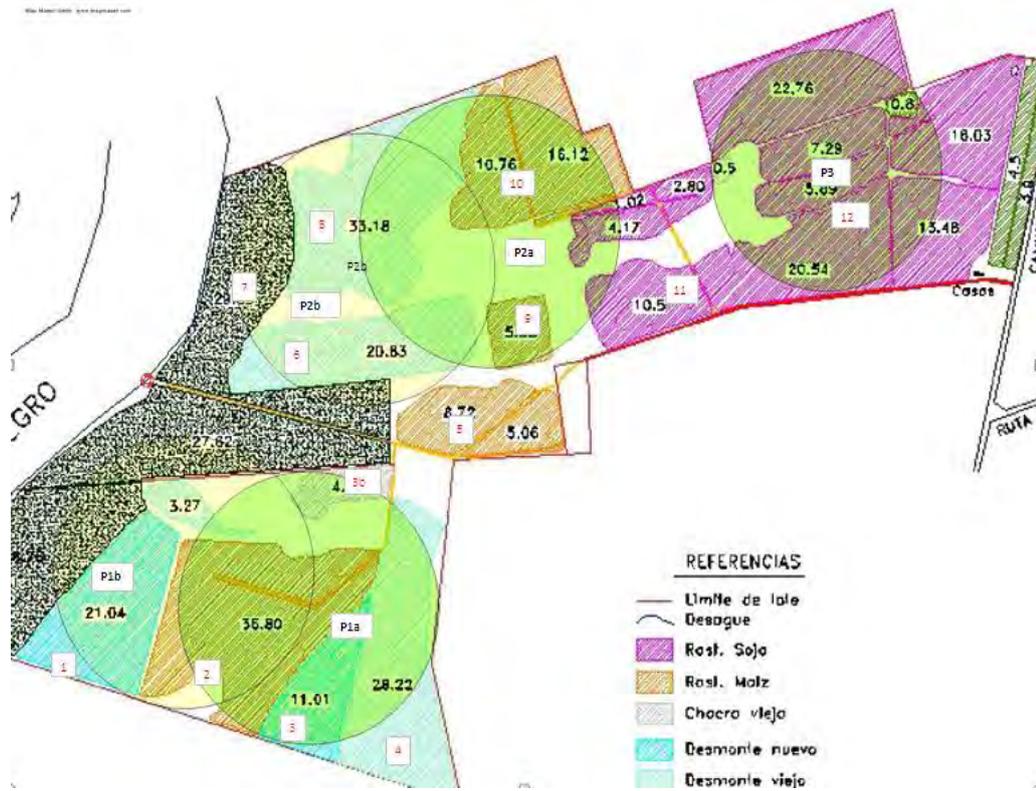
CULTIVO	SEMRADAS HAS.	COSECHADAS HAS	RENDIMIENTO KG.	KG/HA
MAIZ IRRIGADO	260	260.	2.730.000	10.500
MAIZ SECANO	60	60.	518.646	4.850
SOJA CON RIEGO 2T	145	145.	504.472	2.450

SANTA MARIA 2013

CULTIVO	HAS. SEMBRADAS	HAS. COSECHADAS	PRODUCCIÓN (KG)	KG/HA
MAIZ IRRIGADO	108	108,00	1.102.105	10.204
MAIZ DE SECANO	132,71	132,71	791.633	5.965
SOJA DE SECANO	44,1	44,10	34.041	772
SOJA CON RIEGO 2T	111	111,00	134.722	1.214

SANTA MARIA 2014

CROP	SEMRADAS HAS.	COSECHADAS HAS	RENDIMIENTO KG.	KG/HA
TRIGO	92	92,00	391.000	4.250
MAIZ IRRIGADO	109,7	109,70	1.064.090	9.700
SOJA DE SECANO	8,9	8,90	23.140	2.600
SOJA DE SECANO 2ND	30,9	30,90	59.328	1.920
SOJA CON RIEGO	107	107,00	367.010	3.430
SOJA CON RIEGO 2ND	65	65,00	167.700	2.580



ESTABLECIMIENTO "LA CRIOLLA"

LA CRIOLLA 2012

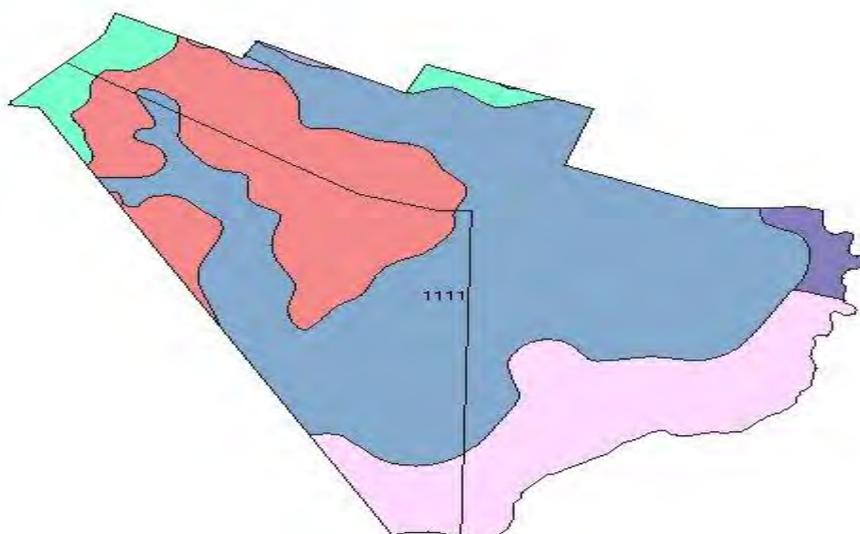
CULTIVO	SEBRADAS HAS.	COSECHADAS HAS	RENDIMIENTO KG.	KG/HA
SOJA DE SECANO	615,0	615,0	1.752.750	2850,0

LA CRIOLLA 2013

CULTIVO	SEBRADAS HAS.	COSECHADAS HAS	RENDIMIENTO KG.	KG/HA
CEBADA	135	135,00	266.760	1.976
TRIGO	85	85,00	276.250	3.250
MAIZ IRRIGADO	190	187,77	2.114.365	11.260
SOJA DE SECANO	205	205,00	531.878	2.595
SOJA CON RIEGO 2ND	220	206,00	666.182	3.234

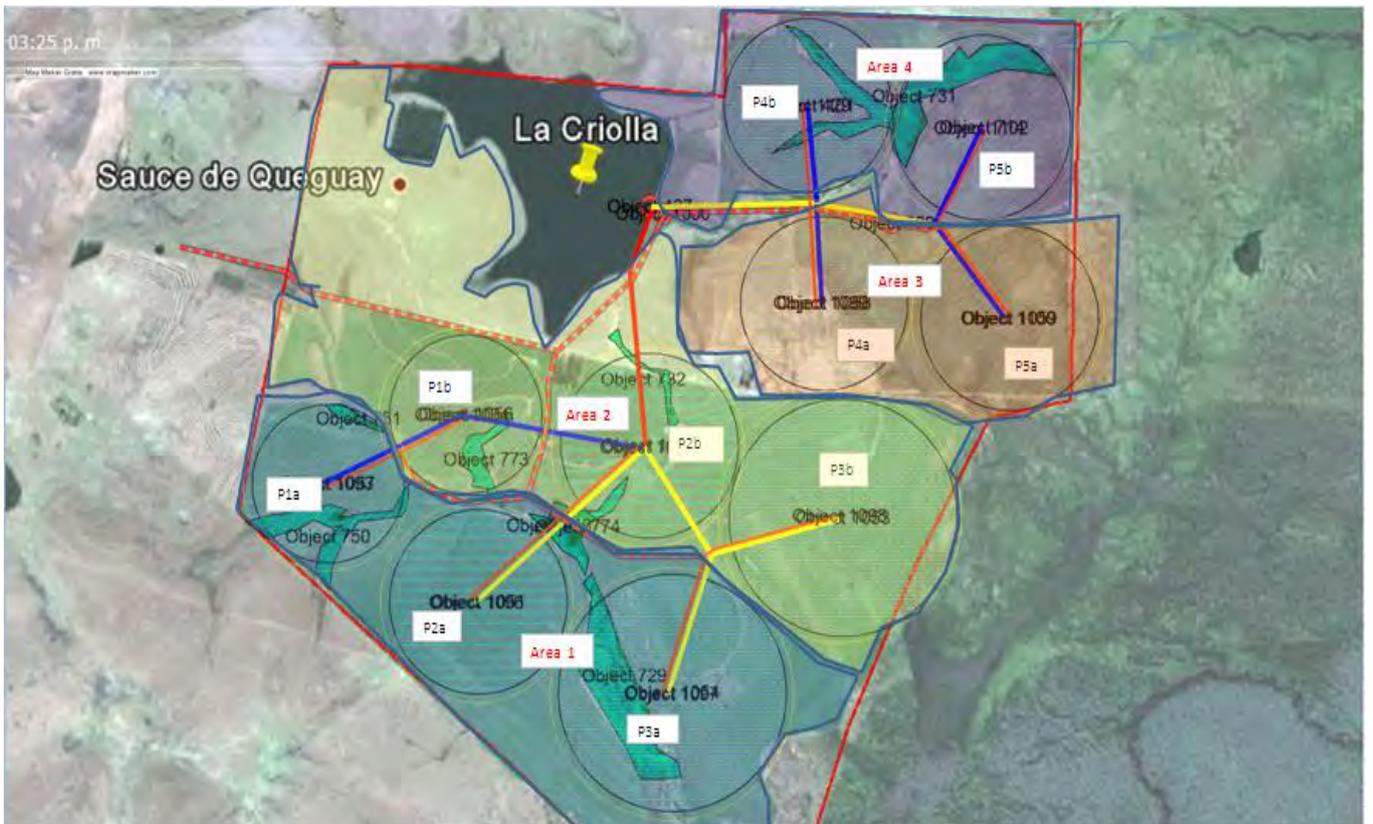
LA CRIOLLA 2014

CULTIVO	SEBRADAS HAS.	COSECHADAS HAS	RENDIMIENTO KG.	KG/HA
TRIGO	108,0	108,00	308.880	2.860
MAIZ IRRIGADO	199,2	199,20	1.480.056	7.430
SOJA DE SECANO	63,6	63,60	161.544	2.540
SOJA DE SECANO 2ND	136,8	136,80	302.328	2.210
SOJA CON RIEGO	78,3	78,30	281.880	3.600
SOJA CON RIEGO 2ND	134,5	134,50	360.460	2.680



SUELOS

	Grupo	Indice	Porc.
	03.2	131	1.84 %
	03.3	96	18.73 %
	03.52	53	53.09 %
	9.1	61	4.15 %
	9.2	74	21.85 %
	9.6	101	0.34 %



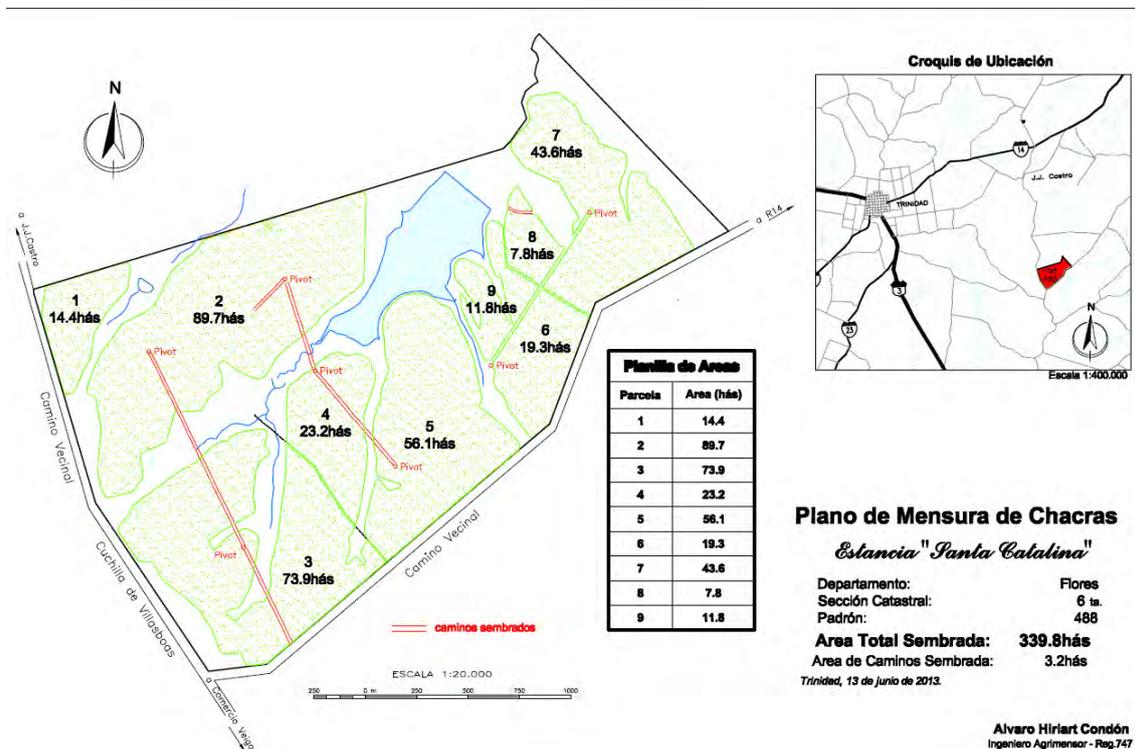
ESTABLECIMIENTO "SANTA CATALINA"

SANTA CATALINA 2013

CULTIVO	SEMBRADAS HAS.	COSECHADAS HAS	RENDIMIENTO KG.	KG/HA
SOJA DE SECANO	341,0	341,0	1.091.044	3.199

SANTA CATALINA 2014

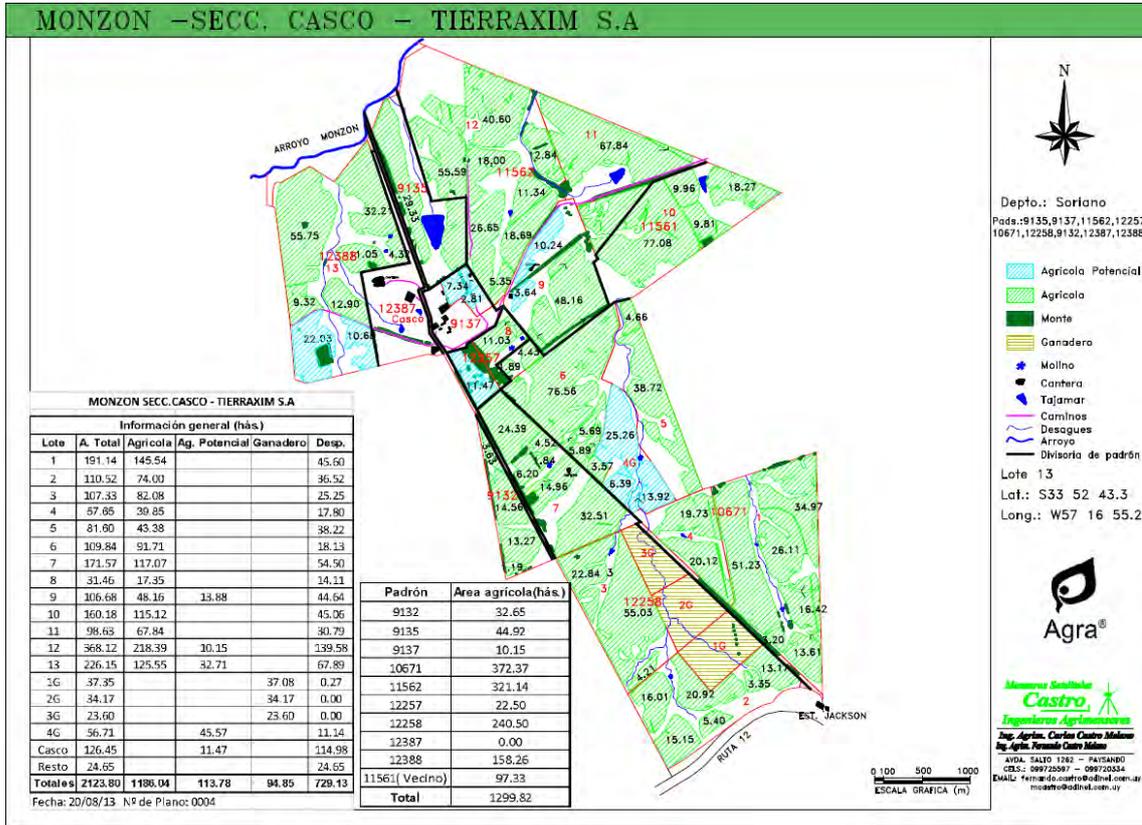
CULTIVO	SEMBRADAS HAS.	COSECHADAS HAS	RENDIMIENTO KG.	KG/HA
TRIGO DE SECANO	136,0	136,0	489.600	3.600
MAIZ DE SECANO	145,0	145,0	703.250	4.850
SOJA DE 2º DE SECANO	50,0	50,0	110.000	2.200
SOJA DE 2º CON RIEGO	134,5	134,5	430.400	3.200



ESTABLECIMIENTO "MONZÓN"

MONZON 2014

CULTIVO	SEBRADAS HAS.	COSECHADAS HAS	RENDIMIENTO KG.	KG/HA
SOJA DE SECANO	1200	1200	4.140.000	3.450



ANEXO III
INFORME SECTORIAL. PRECIO DE LA TIERRA



PRECIO DE LA TIERRA
TIERRA DE USO AGROPECUARIO EN URUGUAY
Diciembre 2015

PREPARADO POR

Mayid Sáder Neffa

PREPARADO PARA

CARE Calificadora de Riesgo SRL

Índice

Resumen Ejecutivo	3
Activos Inmobiliarios	4
1. Formación de precios de los activos inmobiliarios.....	4
2. Contexto Externo.....	5
2.1 Contexto Macro monetario	5
2.2 Crecimiento del ingreso, demográfico y de la urbanización	7
2.3 Demanda de Biocarburantes.....	8
3. La oferta, la demanda y la formación del precio.	10
3.1 La Oferta	10
3.2 La Demanda.....	10
4. El cambio técnico y la innovación	12
5. Determinantes del precio en Uruguay.....	13
5.1. Comportamiento del precio de la tierra y sus determinantes	17
6. Conclusiones.....	20
Referencias Bibliográficas.....	21



Resumen Ejecutivo

En el presente estudio se abordarán los principales determinantes del precio de la tierra. Se realizará una descripción general de la formación de precios de los activos inmobiliarios en general y de la tierra de uso agropecuarios en particular. También se presentará una revisión bibliográfica de trabajos internacionales que han estudiado la formación de precios de este activo. Este trabajo actualiza informes análogos preparados regularmente para CARE.

El estudio se compone de cinco capítulos.

El primero de ellos describe factores comunes que explican la demanda de los activos inmobiliarios.

El segundo describirá cómo afectan los cambios “macro” en la formación del precio de este activo. El contenido “macro” refiere al contexto macroeconómico y macromonetario, el crecimiento demográfico y la urbanización así como la aparición de la producción de biocombustibles o biocarburantes.

En el tercer capítulo se presenta información sobre la oferta, la demanda y la formación del precio de la tierra de uso agropecuario.

El capítulo cuarto detalla de qué manera afecta al precio de la tierra la innovación y el cambio técnico.

El capítulo cinco aborda los principales drivers de la demanda y la formación del precio de la tierra en Uruguay.

Por último, en el capítulo 6 se describen las principales conclusiones.



1. Formación de precios de los activos inmobiliarios

El sector inmobiliario comprende bienes sumamente diferenciados que requieren de una segmentación multidimensional, donde cada bien contempla atributos que varían en cantidad y en calidad. Cada inmueble es único y a menudo es complejo identificar las variables adecuadas que expliquen su precio y renta de equilibrio. No obstante lo anterior, el análisis del mercado inmobiliario, se puede descomponer en un mercado de uso (uso para vivienda, uso para la industria, uso agropecuario, uso minero, etc.) y en un mercado de inversión. Estos dos mercados tienen una tendencia común en el largo plazo pero en el corto plazo, en general, están desarbitrados lo que provoca que los agentes asignen de forma subóptima las decisiones de inversión en este sector.

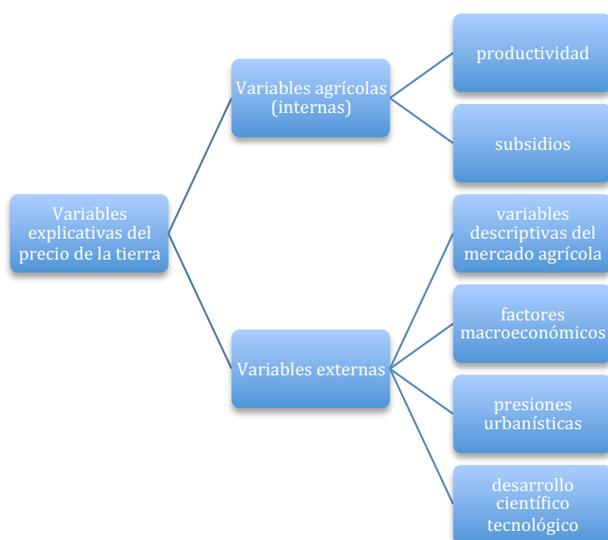
Si bien el inmueble se sitúa dentro de los bienes “no transables”, en algunos segmentos se podría argumentar que es un bien transable regionalmente. En el caso de Uruguay, los inmuebles que estarían dentro de los “transables regionales” en el mercado de vivienda, serían algunas clases de inmuebles en Punta del Este, Colonia y la zona Premium de Montevideo. En el mercado de oficinas serían las de clase A+ (World Trade Center) y en el mercado de campos de uso agropecuario, que es el que nos ocupa en este caso, en particular los de aptitud agrícola – ganadera y forestal.

Las principales variables conductoras (drivers) del precio de los inmuebles están asociadas tanto a variables de largo plazo como variables de corto plazo, donde las expectativas de los agentes económicos juegan un rol sumamente importante. Las variables más significativas refieren a la tasa de variación de corto y largo plazo del PBI, la tasa de variación del ingreso de los hogares y variables descriptivas de los flujos de capital. Esta última, a su vez, está asociada a la relación entre la tasa de interés doméstica y la internacional. En general, en contextos donde las políticas monetarias son expansivas y las tasas de interés reales son cercanas a cero o negativas, los precios de los inmuebles, como los de cualquier activo real o financiero, tienden a crecer mientras que en contextos monetarios contractivos los valores de los activos disminuyen.

A su vez, para el caso específico del precio de la tierra de uso agropecuario, es preciso diferenciar dos dimensiones que afectan la formación de dicho precio. Una dimensión que incluye variables externas (macroeconomía, avance tecnológico, etc.) y otra que incluye variables sectoriales (ver imagen 1).



Imagen 1. Variables que explican la formación de la demanda por tierra y su precio



Los modelos econométricos que estiman las variaciones en los precios de los inmuebles toman como variables dependientes o explicativas a las tasas de variación de/del:

- i) precio de los productos que se producen en la tierra
- ii) cambio técnico (aumento de la productividad)
- iii) del monto de los créditos inmobiliarios
- iv) la tasa de interés real
- v) la tasa de interés real de la zona monetaria a la cuál pertenece la economía (en el caso de Uruguay es el dólar estadounidense)
- vi) PBI per cápita
- vii) crecimiento de la población

Algunas variables responden a los determinantes de la demanda productiva por tierras, específicamente a factores endógenos de la producción que en la tierra se realiza. Las otras variables responden a los determinantes de la demanda de inversión.

2. Contexto Externo

2.1 Contexto Macro monetario

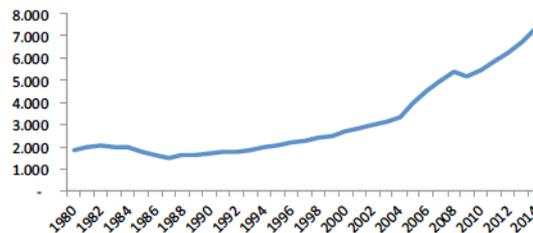
El complejo escenario económico y financiero a nivel global, sumado a las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados han configurado una coyuntura favorable a las inversiones inmobiliarias en la región en general y Uruguay en particular. La política monetaria expansiva en una primera fase fue llevada a cabo por los Estados Unidos (2009 – 2014), luego siguió Japón (2013), Europa (2014), por citar los más relevantes. Este contexto ha potenciado en los últimos 10 años la inversión desde estos países hacia los llamados emergentes. En la actualidad existen sobradas razones para suponer que este contexto estaría agotándose en lo que respecta a la inversión extranjera directa en los países emergentes de América Latina en general y en Uruguay en particular. No obstante, los niveles de inversión continúan siendo altos en términos históricos.



Como consecuencia de las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados (Ver Gráfica1), los precios de los activos reales en general (ver Gráfica 2) y la tierra en particular (ver Gráfica 3) no han dejado de aumentar en los últimos 10 años, así como también han incrementado su valor los productos que en esta se producen.



Gráfica 3. Evolución del precio de la tierra en Estados Unidos (US\$/ha)



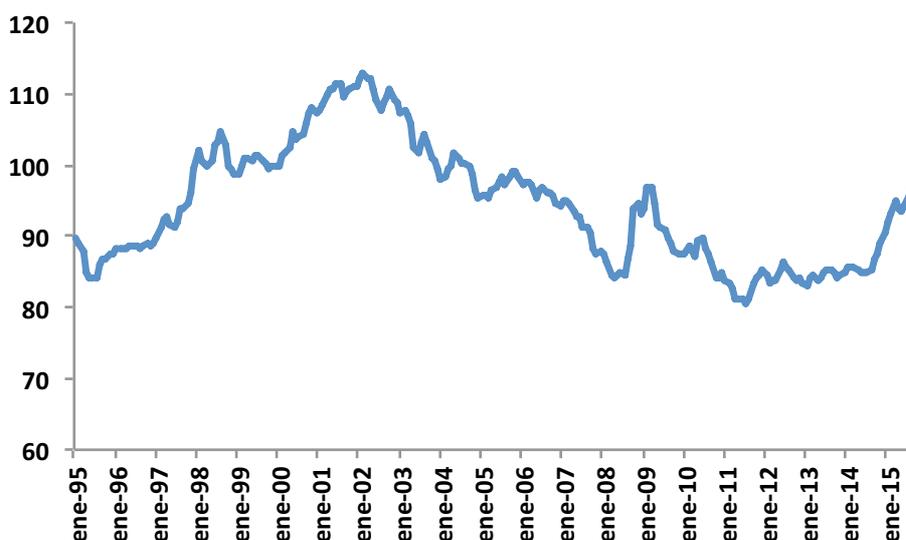
Fuente: Elaborado por el Autor en base al USDA, FMI, FED y el ECB.

Algunos analistas auguran que ha comenzado un cambio de tendencia en lo que respecta a los precios de los activos reales en general y los commodities en particular. Primero se evidenció una caída en los valores del oro, después lo siguió el petróleo y en los últimos meses del 2014 y primeros del 2015, el turno fue de los commodities en general. Este escenario se gesta concomitantemente con un importante incremento del Dollar Index (ver Gráfica 4), que es producto de la conjugación de dos factores: (a) la recuperación económica de Estados Unidos post crisis “Lehman Brothers” que genera un incremento en las expectativas de aumento de las tasas de interés; y (b) la política de expansión o flexibilización cuantitativa (quantitative easing¹) llevado a cabo por Europa y Japón que aprecia relativamente aún más la moneda estadounidense. A marzo de 2015, aún no hay evidencia clara que permita inferir si este contexto es transitorio o permanente.

¹ Es un instrumento de política monetaria no convencional que se utiliza por algunos bancos centrales para aumentar la oferta de dinero, aumentando el exceso de reservas del sistema bancario, por lo general mediante la compra de bonos del propio Gobierno central para estabilizar o aumentar sus precios y con ello reducir las tasas de interés a largo plazo. Se utiliza cuando los métodos de control de la oferta de dinero habituales no brindan los resultados esperados (tasa de interés de descuento o la tasa de interés interbancaria están cerca de cero).



Gráfica 4. Evolución del Dollar Index.



Fuente: Elaborado por el Autor en base a la FED.

2.2 Crecimiento del ingreso, demográfico y de la urbanización

Se estima que sobre mediados de la siguiente década la población mundial alcance los 8 mil millones de habitantes. Si bien la tasa de crecimiento de la población se estima que disminuya, la urbanización será la que aumente de tendencia. También se estima que para el mismo período la población urbana supere a la rural por primera vez en la historia. Muchos países emergentes y con alta concentración de población están en este proceso de cambio. El más llamativo es la República de China.

Según proyecciones realizadas recientemente por el instituto McKinsey², en 2025, aproximadamente 350 millones de personas migrarán del campo a la ciudad e incrementarán el fenómeno de la urbanización en este país. A su vez, 221 ciudades tendrán más de 1 millón de habitantes (7 veces más que Europa) y el PBI se multiplicará por 5 en este período. En el mismo sentido, la FAO proyecta que un 60% de la población China vivirá en ciudades (ver Gráfica 5).

Inexorablemente, China está cambiando de estadio de desarrollo socioeconómico, acercándose más a economías desarrolladas. Esto implica una mayor urbanización, un mayor PBI per cápita, una economía crecientemente volcada a los servicios (ver Cuadro 2) y una economía que consume y demanda más productos de mercado.

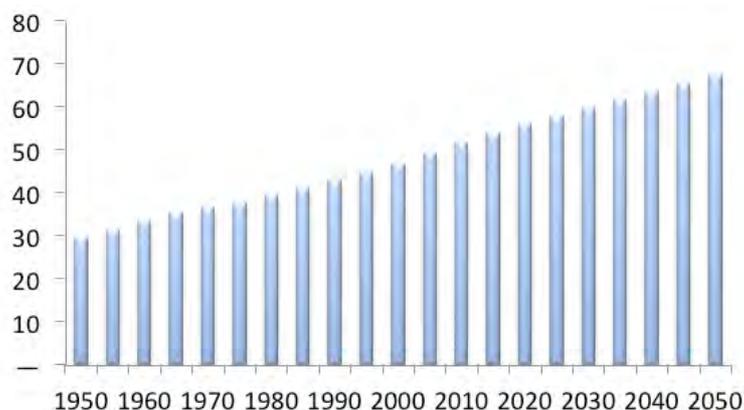
El incremento en el PBI sumado a la creciente urbanización incrementan la demanda mundial y en especial la de alimentos. A su vez, la elasticidad ingreso³ respecto al consumo observada en los países en estadios de desarrollo socioeconómico como China es superior a la evidenciada en los países desarrollados. Esta variación en la elasticidad ingreso se debe a que la gran mayoría de los habitantes de los referidos países se consumen la mayor parte del ingreso que generan.

2 "Preparing for China's Urban billion". McKinsey Global Institute.

3 "El efecto China en los precios de los productos básicos". Rhys Jenkins. Revista Cepal



Gráfica 5. Porcentaje de la población viviendo en zonas urbanas



Fuente: elaboración propia en base a la FAO.

Cuadro 2. China: Crecimiento económico por sectores de actividad.

	2011-2015	2016-2020
Agro	3,9	2,2
Industria	9,9	8,8
Servicios	8,3	6,9
Total	8,6	7,4

Fuente: elaboración propia en base al instituto McKinsey

2.3 Demanda de Biocarburantes

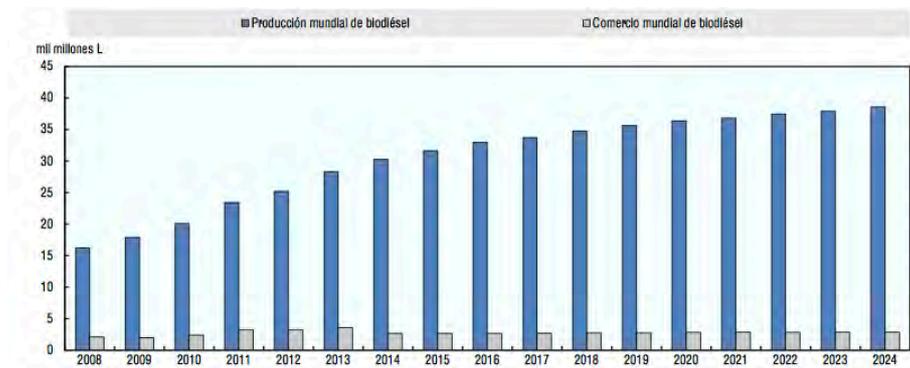
Ocasionado en gran parte por el aumento del precio del petróleo a partir del año 2001, por cambio técnico y por las demandas de organizaciones medioambientales, los gobiernos han fomentado desde la política pública el uso de biocombustibles. Esta coyuntura agregó una demanda derivada adicional a los alimentos, y por ende, a la tierra.

La gráfica 6 describe las tendencias de producción y comercio de biodiesel y etanol. Si bien estas tendencias parecían robustas hace un par de años, hoy se encuentran en tela de juicio debido al cambio de paradigma en el mercado de energía. Este cambio, producto del avance técnico en la extracción del gas de Lutita (Shale Gas) y petróleo, reduce sustancialmente su costo de producción y cambia radicalmente las expectativas de los agentes en lo que respecta a la oferta potencial de combustible y su precio. Es aún prematuro inferir cuál será el efecto en los precios de mediano plazo de este incremento en la oferta potencial de combustible, lo que es seguro es que modifica el escenario de producción y precios del mercado de los “biocombustibles” y su impacto en el precio de la Tierra.



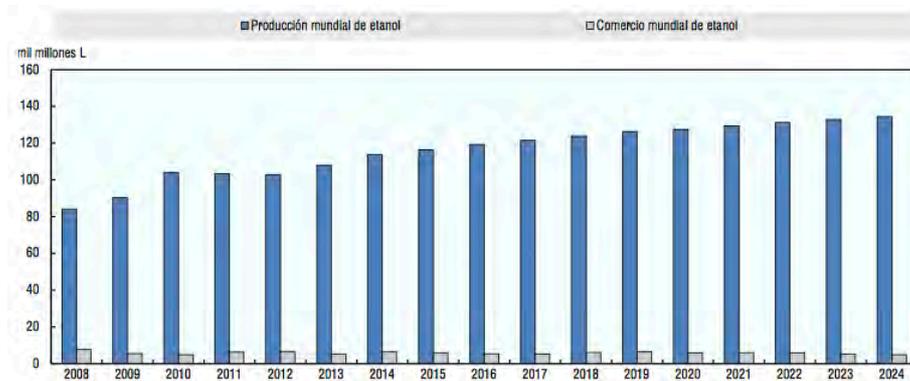
Gráfica 6. Mercado Mundial del Biodiesel y del Etanol y precios

6.1 Producción y comercio de Biodiesel y proyecciones



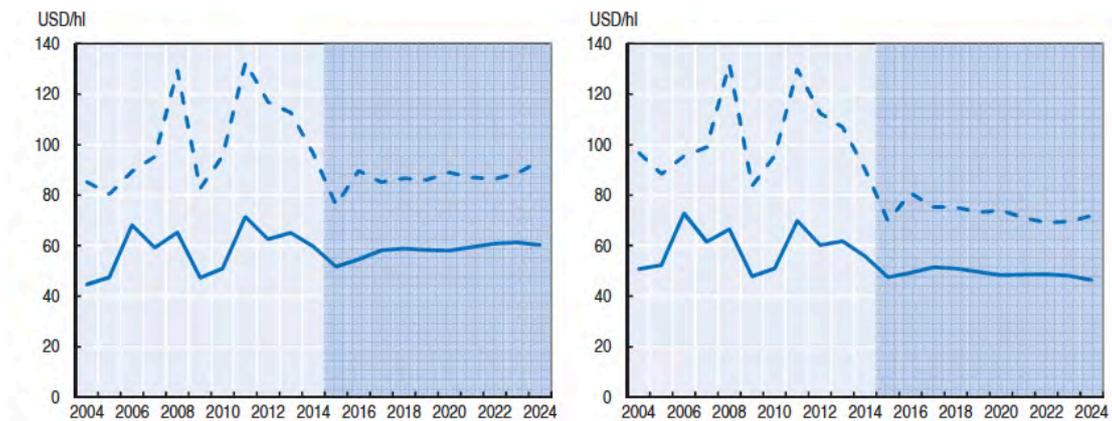
Fuente: Elaboración del autor en base a datos del OECD-FAO

6.2 Producción y comercio de Etanol y proyecciones



Fuente: Elaboración del autor en base a datos del OECD-FAO

6.3 Evolución del Precio de los Biocombustibles y proyecciones



Fuente: Elaboración del autor en base a datos del OECD-FAO.



Tierra de uso agropecuario

3. La oferta, la demanda y la formación del precio.

3.1 La Oferta

Según estudios de la UNEP⁴, la superficie de tierra del planeta abarca un total de más de 140 millones de km². Los recursos de tierras son finitos y en su gran mayoría, no renovables. Entre ellos se incluyen el suelo, que es primordialmente importante para la agricultura; la cobertura del suelo, que es relevante para el medio ambiente, y los paisajes, que son un componente destacado del hábitat y el bienestar humanos. La degradación esta causada entre otros factores por:

- **la deforestación.** Se han degradado vastas reservas de bosques a causa de la tala y el desmonte a gran escala para uso agrícola y urbano. Se destruyeron más de 300 millones de hectáreas de bosques tropicales entre 1975 y 2000, principalmente para la producción alimentaria.
- **el pastoreo excesivo.** Se ha perjudicado cerca del 20 por ciento de las pasturas y pastizales del planeta. Las pérdidas recientes han sido más graves en África y Asia.
- **el consumo de leña.** Se obtienen alrededor de 1.730 millones de m³ de leña de bosques y plantaciones por año. La leña representa la principal fuente de energía en muchas regiones en desarrollo.
- **la gestión agrícola deficiente.** La erosión hídrica causa pérdidas de suelos que se calculan en 25.000 millones de toneladas por año. La salinización y sobresaturación del suelo afectan a cerca de 40 millones de hectáreas en el mundo.
- **la industria y la urbanización.** El crecimiento urbano, la construcción de caminos, la minería y la industria son factores importantes en la degradación de tierras en diferentes regiones. Se estima que entre el 4 y 5% de la superficie del planeta está bajo asfalto, ciudades, carreteras, etc. y se trata de tierras de la mejor calidad⁵.

3.2 La Demanda

La demanda de tierra esta asociada a una demanda por uso del factor productivo y por una demanda por inversión (o resguardo del valor). Estas dos fuerzas, que generalmente están correlacionadas, pugnan por un activo que está fijo. Es por este motivo, que cualquier variación en la demanda, sea cual sea su motivo, incrementa su precio. A su vez, motivado por el cambio técnico, la tierra tiene mayores usos productivos. Es el caso de los biocarburantes y de los biofármacos, todos ellos producidos por bienes que se producen bajo el factor de producción “tierra”. También, producto del cambio técnico y de las

⁴United Nations Environmental Programme.

⁵Holechek, J, Pieper, R. &Herbel, C. Range Management: Principles and Practices (6th Edition)



innovaciones, se ha extraído cada vez mayor cantidad de producción por hectárea. Este aumento del valor de producción por área, aumenta el valor de la tierra.

En el mismo sentido, los desequilibrios financieros y monetarios observados en los últimos años y descritos en este documento, han refugiado capitales en inmuebles en general y en tierra en particular. Obviamente, las decisiones de inversión se han gestado en los argumentos anteriormente mencionados y la inestabilidad del mercado financiero – bancario no ha hecho otra cosa que incrementar la demanda por tierra como “resguardo del valor intergeneracional”.

Todos los factores descritos anteriormente (capítulo 1 y 2 del presente documento) analizan un contexto mundial donde se argumenta el por qué del crecimiento de la demanda mundial, de la demanda por alimentos y en última instancia, el aumento de la demanda por tierras. Existe una vasta bibliografía que ha intentado describir el valor de la tierra según variables que, en última instancia, responden a los fenómenos descritos en los anteriores capítulos.

A continuación se presenta una revisión bibliográfica de artículos de divulgación científica que estiman el valor de la tierra en diferentes países y cuáles son sus determinantes más salientes. En la agrupación se clasificó por variables explicativas.

REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA
Rentabilidad Agropecuaria – Variables monetarias
Retornos productivos. <i>Carlber, 2002; Bernard et al., 1997; Folland & Hough, 1991; Gardner, 2002; etc.</i>
Retornos del precio de la tierra (inmobiliarios). <i>Goodwin et al., 2005&2010; Weerahewa et al., 2008</i>
Net Income, <i>Devadoss & Manchu, 2007</i>
Precio del Trigo <i>Goodwin&Ortalo-Magné, 1992.</i>
Rentabilidad Agropecuaria – Variables no monetarias
Rendimiento. <i>Pyykkönen, 2005; Devados y Manchu, 2007; Latruffe et al., 2008</i>
Calidad del suelo. <i>Bernard et al., 1997; Kilian, 2010</i>
Temperatura y precipitaciones. <i>Bernard et al, 1997</i>
Proximidad al puerto <i>Folland&Hough, 1991</i>
Pagos del gobierno
Múltiples categorías de apoyo gubernamental. <i>Devados & Manchu, 2007; Vyn, 2006; Henderson & Gloy, 2008</i>
Factores Macroeconómicos
Tasa de interés. <i>Weerahewa et al., 2008</i>
<i>Devadoss & Manchu, 2007</i>
Tasa de inflación. <i>Alston, 1986</i>
Impuesto a la propiedad. <i>Gardner, 2002; Devados & Manchu, 2007</i>
Deuda sobre activos (ratio). <i>Devados & Manchu, 2007</i>
Disponibilidad de crédito. <i>Devados & Manchu, 2007</i>
Valor de la producción y Tipo de cambio real (9 países). <i>F. Lorenzo & B. Lanzilotta, 2007</i>
Urbanización (presión sobre la tierra)



Crecimiento de la población. *Gardner, 2002; Devados & Manchu, 2007*

Proporción de la fuerza laboral empleada en la agricultura. *Pyykkönen, 2005*

4. El cambio técnico y la innovación

El cambio técnico y la innovación tienen un doble efecto en lo que respecta a la valorización de la tierra. Por un lado, aumenta la cantidad (en potencia) de producción por unidad de área cultivable. Por otro, valoriza la tierra debido a que cada hectárea es posible ser valorizada en el equivalente monetario a lo que aumentó la producción.

Algunos autores pronostican que los aumentos en los rendimientos estarían llegando a su fin. Otros argumentan que, con cambios de paradigmas productivos, podría seguir aumentando. Sea cual sea el desenlace del avance en el cambio técnico y en la productividad, la tierra seguirá aumentando conforme crezca la demanda por productos que en ella se producen.

¿Cómo se ha comportado la productividad en la Agricultura?

Aumentar la productividad agrícola parecería fundamental para poder satisfacer la creciente demanda mundial esbozada en los anteriores capítulos. Es complejo pronosticar tendencias en la productividad agrícola; existen varios indicadores (medidas parciales y totales), fuentes de información y métodos de estimación. Sin embargo, la producción agrícola es altamente variable debido a la gran dependencia climática que esta producción mantiene. Las tendencias históricas pueden proveer una perspectiva útil de los cambios relativos a lo largo del tiempo y en todas las regiones. En muchos países miembros de la OCDE, la productividad de la mano de obra se ha incrementado más rápido que la productividad de la tierra, puesto que la mano de obra continúa abandonando el sector. Durante el periodo 1990-2005 América Latina y China registraron un fuerte crecimiento en ambos tipos de productividad. Esto contrasta con el resto de Asia y con África, donde las ganancias en la productividad de la tierra han superado las de la productividad de la mano de obra. A escala global, existe evidencia de que la tasa de crecimiento anual en la productividad de la tierra está disminuyendo. Si se excluye el desempeño de China, el crecimiento anual de la productividad de la tierra bajó de 1.9% en 1961-1990 a 1.2% en 1990-2005 (Alston, 2010; OECD, 2011a).

La Productividad Total de los Factores (PTF) puede considerarse como un sustituto del cambio de eficiencia o competitividad industrial y del cambio tecnológico. De acuerdo con Fuglie (2012), la PTF creció en los países desarrollados desde la década de 1960 hasta mediados de la década de 1990, a una tasa promedio superior al 1% anual durante las décadas de 1970 y 1980, y a una tasa por arriba del 2% al año en las siguientes dos décadas.

Cuadro 3. Crecimiento de la PTF de la agricultura por regiones 1960-2009.

	1961-70	1971-80	1981-90	1991-2000	2001-2009
Países Desarrollados	0,99	1,64	1,36	2,23	2,44
Países en Desarrollo	0,69	0,93	1,12	2,22	2,21
Norte de África	1,32	0,48	3,09	2,03	3,04
África Sub-Sahariana	0,17	-0,05	0,76	0,99	0,51
Latinoamérica	0,84	1,21	0,99	2,3	2,74
Brasil	0,19	0,53	3,02	2,61	4,04
Cono Sur	0,58	2,56	-0,82	1,61	1,29

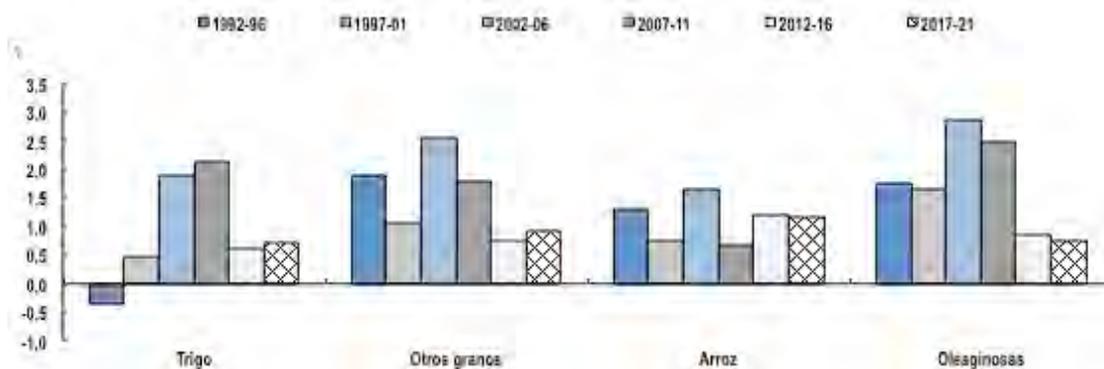


China	0,93	0,6	1,69	4,16	2,83
Federación Rusa	0,88	-1,35	0,85	1,42	4,29

Fuente: elaborado por el autor en base a Fuglie (2012)

No existe evidencia empírica de que el crecimiento de la PTF esté disminuyendo a nivel mundial. No obstante, se ha constatado una desaceleración de las tasas de crecimiento de la productividad cuando se considera la evolución de los indicadores parciales, como los rendimientos. Al observar diferentes cultivos, ha habido una desaceleración distinta de las tasas de crecimiento del rendimiento en las últimas décadas (ver Gráfica 7).

Gráfica 7. Tasas anuales de crecimiento del rendimiento a nivel mundial de cultivos seleccionados



Fuente: OCDE - FAO

Esta disminución, reduce la tasa de crecimiento del precio de largo plazo del bien debido a que se reduce la captura de rentas producidas por el cambio técnico. Por otra lado, el precio de la tierra tendría también un aumento ocasionado por el incremento relativo del precio de los alimentos, debido a un crecimiento de la demanda no compensado con un aumento en la productividad.

5. Determinantes del precio en Uruguay

Antes de abordar el análisis empírico, es importante realizar algunas consideraciones acerca de las características del activo considerado. Según el Censo agropecuario, en Uruguay existen 16,2 millones de hectáreas. De estas, la mayoría se destinan a producciones silvoagropecuarias (ver Cuadro 1). La producción ganadera abarca la mayor parte del área, con más del 75% del área productiva. En segundo y tercer lugar se encuentra la agricultura de secano y la forestación respectivamente. Debe tenerse en cuenta que la tierra se utiliza de manera intensiva en la producción agropecuaria. Es de esperar, entonces, que el precio del activo tierra se encuentre relacionado con el comportamiento de la producción de dichos bienes. La expansión del valor de la producción agropecuaria debería traducirse en un incremento del precio de la tierra.



Cuadro 4. Superficie explotada según principal ingreso

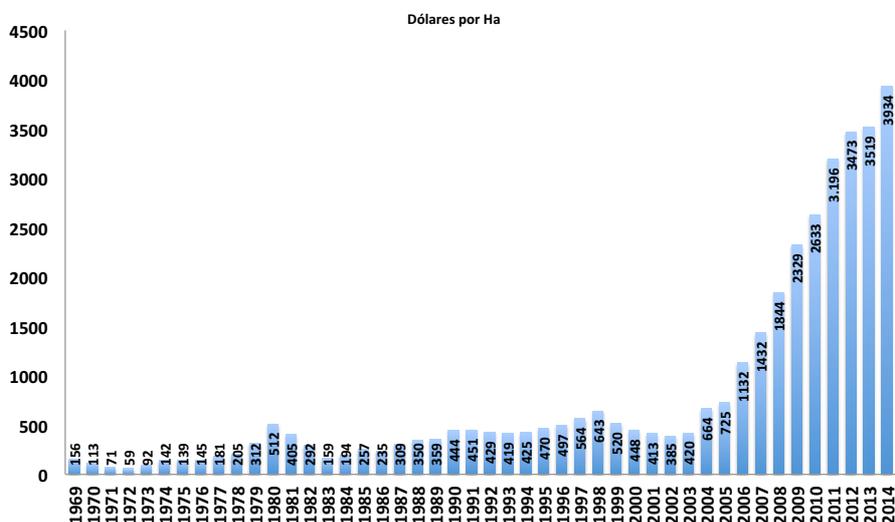
	Superficie	
	Miles de ha	Participación en %
Vacunos de carne	10664	65,7%
Vacunos de leche	865	5,3%
Ovinos	823	5,1%
Aves	15	0,1%
Cerdos	11	0,1%
Equinos	33	0,2%
Otros animales	12	0,1%
Arroz	376	2,3%
Otros cereales	1692	10,4%
Semilleros de cereales	81	0,5%
Semilleros de forrajeras	12	0,1%
Forestación	1266	7,8%
Horticultura	51	0,3%
Vitivinicultura	20	0,1%
Citricultura	41	0,3%
Otros frutales	23	0,1%
Viveros y plantines	10	0,1%
Servicios agropecuarios	44	0,3%
Agroturismo	3	0,0%
Otros rubros	110	0,7%
Exportaciones no comerciales	75	0,5%
Total	16227	100,0%

Fuente: elaboración propia en base al Censo Agropecuario 2011. DIEA/MGAP.

Desde que se conocen estadísticas periódicas sobre el precio de la tierra en Uruguay, se ha observado una tendencia creciente aunque no constante de dicho precio (Ver Gráfica 8). En particular en los últimos años, más precisamente desde 2003 en adelante, el precio de la tierra ha exhibido una aceleración excepcional, donde la tendencia de crecimiento ha mostrado una pendiente significativamente pronunciada.



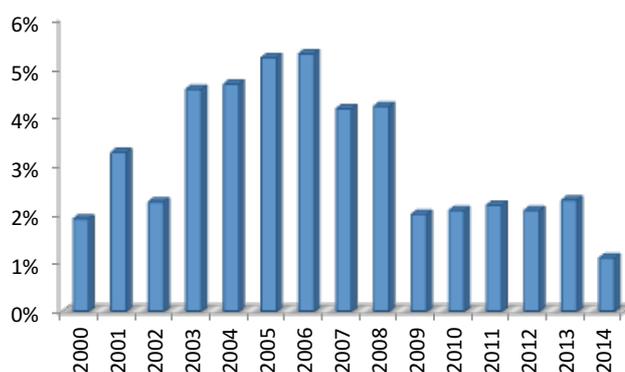
Gráfica 8. Evolución del precio de la tierra en Uruguay



Fuente: elaboración propia en base a datos de la DIEA/MGAP

Asimismo, la cantidad ofertada de tierras es una proporción relativamente baja del stock (Gráfica 9), mientras que la demanda fluctúa en función de determinantes que se exploran primariamente a continuación. Es notoria la reducción del área transada. Esto se podría explicar en base a notorios desencuentros entre el precio ofrecido por los potenciales compradores y el precio demandado por los potenciales vendedores.

Gráfica 9 . Participación de las hectáreas comercializadas sobre el total del stock en tierras.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la DIEA/MGAP

Una primera hipótesis sobre la evolución de la demanda de tierras es que está asociada con las expectativas de rentabilidad y éstas, a su vez, con los resultados recientes. Las expectativas de rentabilidad refieren a dos situaciones:

- Una situación en la que no hay cambios significativos en el uso de la tierra y en la tecnología disponible. Es el caso de Uruguay en las últimas cuatro décadas, en que la ganadería fue el uso dominante en el 90% del territorio y los cambios tecnológicos fueron débiles por lo menos hasta comienzo de la década del noventa.

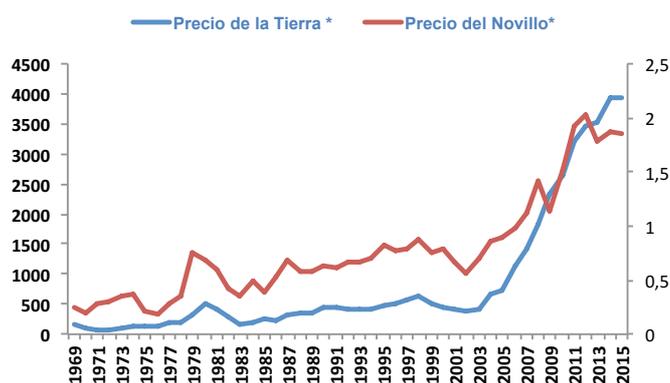


Bajo esas condiciones se observa una alta asociación entre el precio de los novillos para faena y el precio de la tierra (Gráfica 10).

- b) Una situación en que hay cambios significativos en el uso de la tierra e innovaciones tecnológicas, como estaría aconteciendo en años recientes.

Una segunda hipótesis sobre los determinantes de la demanda de tierra deriva de su condición de activo inmobiliario. Esta última depende, a su vez, del ingreso neto de capitales en la economía.

Gráfica 10. Precio del Novillo y precio de la tierra en Uruguay



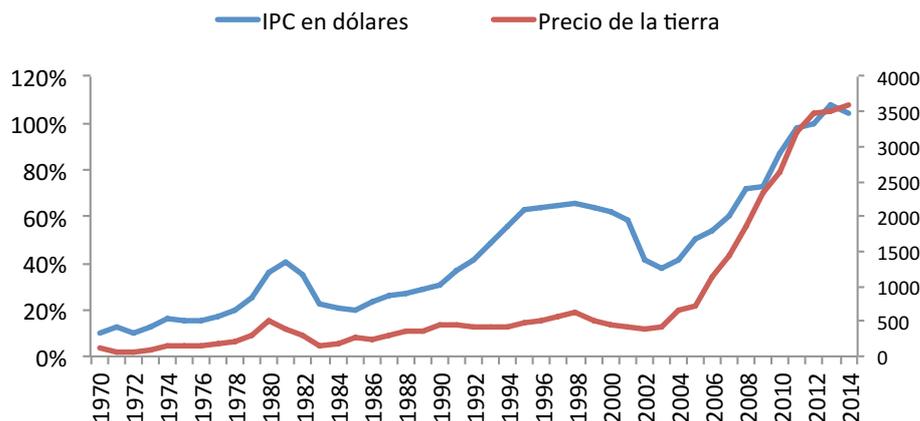
- Dólares por hectárea y Precio por kilo en pié. Dato del precio de la tierra del 2015 estimado por el autor

Fuente: elaboración propia en base a datos de la DIEA/MGAP

La Gráfica 11 describe la evolución del precio de la tierra en dólares y el índice de los precios internos en dólares, los que siguen una evolución similar. Este último es el cociente entre la evolución del IPC y el tipo de cambio. El IPC expresado en dólares mide el encarecimiento o abaratamiento de la canasta de consumo en Uruguay en dólares estadounidenses. Esta observación debería analizarse con mayor detalle. Una posibilidad es que los lapsos de encarecimiento en dólares coinciden con los mejores resultados económicos y éstos con las expectativas de renta. A su vez, también podría ser tomada como una variable proxy de los flujos de capital que recibe o expulsa el país. En períodos de flujos de capital positivo, el IPC en dólares se encarece y en períodos de flujos de capital negativos, el IPC en dólares se abarata en dicha moneda.

Gráfica 11. IPC expresado en dólares y precio de la tierra en Uruguay

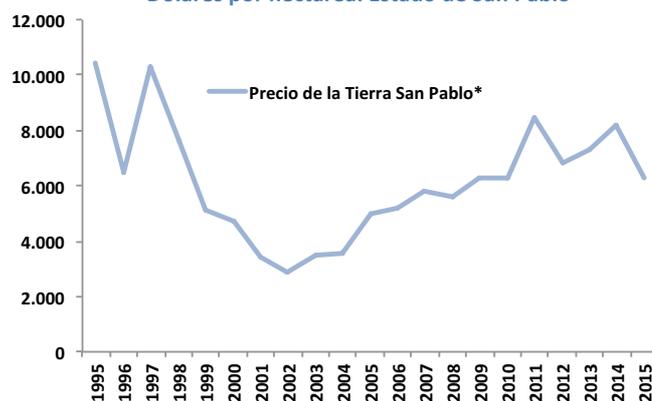




Fuente: Elaboración del autor en base a datos del INE, BCU y DIEA/MGAP.

El análisis anterior se suma al eventual proceso de arbitraje entre precios de tierras de similares características productivas. Así es cómo el precio de la tierra en Brasil se ha comportado con la misma tendencia que en Uruguay aunque con un crecimiento no tan exponencial (ver Gráfica 12). Al ser Brasil una economía con un coeficiente de apertura externo bajo⁶ y que la moneda en la que se recogen las transacciones es la doméstica, el precio expresado en dólares exhibe importantes oscilaciones.

Gráfica 12. Precio de la tierra en Brasil.
Dólares por hectárea. Estado de San Pablo



Fuente: Elaborado por el autor en base a información de FGV, IPEA y el IEA.

5.1. Comportamiento del precio de la tierra y sus determinantes

En este capítulo se realizará una caracterización estadística del comportamiento del precio de la tierra, mediante la utilización de modelos estructurales de series temporales. Asimismo, se aportan los resultados de los determinantes de largo plazo del precio de la tierra, diferenciando los efectos de factores macroeconómicos de los determinantes específicos de la actividad productiva.

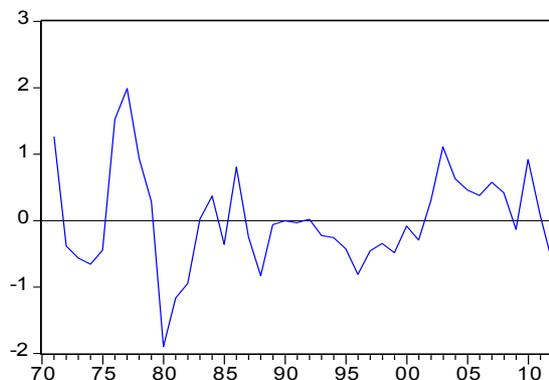
Como fue expresado anteriormente, el precio de la tierra está determinado por dos elementos. Por un lado, están los factores que explican la tendencia de largo plazo y por otro, variables de índole coyuntural que determinan los movimientos de corto plazo.

⁶ Esta característica incide en que el "pass through" de precios de paridad de exportación/importación de alimentos agrícolas hacia precios sea leve. Por lo tanto, apreciación y devaluación de la moneda local tienen alta incidencia en el precio expresado en dólares.



boom de precios observado sobre fines de la década del 70 y posteriormente, un caída abrupta de los valores por debajo del equilibrio de largo plazo (posterior a la crisis de la “tablita” en 1982). Llama la atención como en la década del noventa, más específicamente entre 1993 y 2001 el precio de la tierra se situó por debajo de su valor de largo plazo.

Gráfica 13. Evolución de la Relación de Cointegración.



La relación de cointegración estimada se interpreta como una ecuación de determinación del precio de equilibrio de la tierra. Los resultados de las estimaciones muestran que incrementos permanentes tanto en la canasta de bienes de consumo expresados en dólares como el precio del novillo se encuentran asociados a precios de equilibrio de la tierra más elevados. La estimación puntual de la elasticidad de largo plazo del precio de la tierra respecto al precio del novillo es mayor a 3. Este resultado es particularmente importante, ya que indica que el precio de equilibrio de la tierra reacciona amplificando las variaciones permanentes de los precios de los bienes que en ella se producen y en particular el precio del novillo. Por su parte, la elasticidad respecto al IPC expresado en dólares es inferior a 1.



6. Resumen y conclusiones

- En base a lo anteriormente expuesto, los activos inmobiliarios en general y la tierra de uso agropecuario en particular manifiestan dos motivos de inversión o demandas derivadas. Uno referido a la demanda del bien como factor de producción y otro como demanda de un activo que salvaguarda el patrimonio de una persona, familia o institución a través del tiempo. Si bien los valores han descripto una aceleración nunca antes observada, no está claro si esta tendencia se va a detener u aún hay margen para que continúe creciendo. Como se desprende de la revisión bibliográfica, existen variables endógenas a la producción y exógenas a esta que inciden de forma relevante en la demanda y por ende en la formación del precio de la tierra. El contexto macroeconómico, las políticas medioambientales así como las tributarias y la creciente urbanización aparecen como las principales variables exógenas al proceso productivo. El incremento de la productividad y la innovación aparecen como variables endógenas al proceso productivo.
- La oferta de tierras es finita y está amenazada por diversos factores (erosión, urbanización, etc.) mientras que la demanda se presenta como cada vez más creciente. Este contexto hace que la tierra se tienda a valorizar cada vez más y se presente como un adecuado refugio de capitales en busca de activos seguros.
- La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra y ha acentuado la valorización del activo. La quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera internacional del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los principales Bancos Centrales del mundo han generado una externalidad positiva para la inversión en tierras. Si bien esta coyuntura está en proceso de cambio, es probable que el shock negativo que recibirá el precio de la tierra sea de corto plazo y que los factores estructurales (aumento de demanda, innovación, urbanización, etc.) lo amortigüen.
- En Uruguay, el sector agropecuario ha exhibido un importante cambio en la última década y como corolario, el precio de la tierra que se multiplicó por nueve entre el año 2002 y el 2015. Las variables que más inciden en la formación del precio de la tierra son el precio del novillo y por otro, la inflación en dólares.

En conclusión y en base a los puntos citados párrafo arriba, difícilmente se repitan tasas de crecimiento del precio de la tierra como las evidenciadas en la última década. Cabe pronosticarse un incremento más reducido de dicho precio por un tiempo difícil de determinar y que dependerá tanto de factores vinculados a las políticas monetarias globales como a los equilibrios de oferta y demanda de alimentos.



Referencias Bibliográficas

Barros, G. S. De C.(1992); Effects of international shocks and domestic policies upon Brazilian agriculture. *Agricultural Economics*, 7, pp. 317-20.

Dickey, D.A and Fuller, W.A.(1979); "Distribution of the estimator for auto-regressive time series with a unit root". *Journal of the American Statistical Association*, 84, pp. 427-31.

Hamilton, J.D.(1994); *Time Series Analysis*. Princeton University Press. Princeton. New Jersey.

Johnston, J. and Di Nardo, J.(1997); "Econometric Methods", 4th Edition, McGraw-Hill.

Lorenzo, F., Lanzilotta, B, (2009). "Precio de la Tierra en Uruguay". CINVE

MacKinnon, J.G.(1991); "Critical Values for Cointegration Tests", Chapter 13, *Long-Run Economic Relationships*, eds. R. Engle y C.W.J. Granger, Oxford University Press.

OCDE-FAO. "Perspectivas Agrícolas 2012-2021"

OCDE-FAO. "Sección especial: logrando un crecimiento en la productividad agrícola sostenible"

OCDE-FAO. "Perspectivas Agrícolas 2014-2023"

Sáder M. (2006) "Precio de la tierra de uso agropecuario en Uruguay". Anuario de OPYPA, Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca (MGAP).



ANEXO X
ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIARIO



**TMF Uruguay Administradora de Fondos de
Inversión y Fideicomisos S.A.**

**Informe dirigido al Directorio referente
a la auditoría de los Estados Financieros por el
ejercicio anual terminado el
31 de diciembre de 2015**

Contenido

Dictamen de los Auditores Independientes	3
Estado de situación financiera al 31 de diciembre de 2015	5
Estado de resultados y otros resultados integrales por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015	6
Estado de flujos de efectivo por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015	7
Estado de cambios en el patrimonio por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015	8
Anexo 1: Cuadro de propiedad, planta y equipo y amortizaciones por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015	9
Anexo 2: Cuadro de propiedad, planta y equipo y amortizaciones por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2014	10
Notas a los estados financieros al 31 de diciembre de 2015	11

—•—



KPMG Sociedad Civil
Edificio Torre Libertad
Plaza de Cagancha 1335 - Piso 7
11.100 Montevideo - Uruguay
Casilla de Correo 646

Teléfono: 598 2902 4546
Telefax: 598 2902 1337
E-mail: kpmg@kpmg.com.uy
[http://: www.kpmg.com/Uy/es](http://www.kpmg.com/Uy/es)

Dictamen de los Auditores Independientes

Señores del Directorio de
TMF Uruguay Administradora de
Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Hemos auditado los estados financieros adjuntos de TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A., los que comprenden el estado de situación financiera al 31 de diciembre de 2015, los correspondientes estados de resultados y otros resultados integrales, de cambios en el patrimonio y de flujos de efectivo por el ejercicio anual terminado en esa fecha, sus notas que contienen un resumen de las políticas contables significativas aplicadas y otras notas explicativas y anexos 1 y 2.

Responsabilidad de la Dirección sobre los estados financieros

La Dirección es responsable por la preparación y presentación razonable de estos estados financieros de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera, y del control interno que la administración determinó necesario para permitir la preparación de estados financieros libres de errores significativos, debido a fraude o error.

Responsabilidad del Auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre estos estados financieros con base en nuestra auditoría. Efectuamos nuestra auditoría de conformidad con Normas Internacionales de Auditoría. Dichas normas requieren que cumplamos con requerimientos éticos y que planifiquemos y realicemos la auditoría para obtener una seguridad razonable acerca de si los estados financieros están libres de errores significativos.

Una auditoría implica realizar procedimientos para obtener evidencia de auditoría acerca de los importes y las revelaciones en los estados financieros. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor, incluyendo la evaluación de los riesgos de errores significativos en los estados financieros, ya sea por fraude o error. Al efectuar estas evaluaciones de riesgos, el auditor considera lo relevante del control interno para la preparación y presentación razonable de los estados financieros de la entidad, con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean apropiados en las circunstancias, pero no para expresar una opinión sobre la efectividad del control interno de la entidad. Una auditoría también incluye evaluar lo apropiado de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables efectuadas por la Dirección, así como evaluar la presentación general de los estados financieros en su conjunto.

Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido es suficiente y apropiada para sustentar nuestra opinión de auditoría.

Opinión

En nuestra opinión, los referidos estados financieros presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. al 31 de diciembre de 2015, los resultados de sus operaciones y los flujos de efectivo por el ejercicio anual terminado en esa fecha, de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera.

Párrafo de énfasis

Sin calificar nuestra opinión llamamos la atención a las notas 1 y 14 de los estados financieros. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. es un integrante de un grupo empresarial más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo. Por lo tanto, los resultados de la Sociedad no son necesariamente indicativos de los resultados que se hubieran obtenido si la Sociedad no constituyera parte de ese grupo.

Montevideo, 31 de marzo de 2016

KPMG

Cra. Gabriela Cervieri
Socia
C.J. y P.P.U. 64.031



Estado de situación financiera al 31 de diciembre de 2015

(En Pesos Uruguayos)

	<u>Nota</u>	<u>31 de Diciembre 2015</u>	<u>31 de diciembre 2014</u>
ACTIVO			
Activo Corriente			
Disponibilidades		851.401	852.952
Créditos por servicios	6	-	59.460
Otros créditos	7	1.220.836	411.200
Total Activo Corriente		<u>2.072.237</u>	<u>1.323.612</u>
Activo No Corriente			
Otros activos financieros	8	15.244.421	13.930.879
Activo por impuesto diferido	12	868.061	-
Propiedad, planta y equipo (Anexos 1 y 2)		3.633	8.476
Total Activo No Corriente		<u>16.116.115</u>	<u>13.939.355</u>
TOTAL ACTIVO		<u>18.188.352</u>	<u>15.262.967</u>
CUENTAS DE ORDEN			
Fondos de inversión y fideicomisos administrados por cuenta de terceros:			
Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este		<u>913.142.888</u>	<u>396.163.587</u>
PASIVO			
Pasivo Corriente			
Deudas comerciales	9	-	173.360
Deudas diversas	10	8.669.371	7.670.361
Total Pasivo Corriente		<u>8.669.371</u>	<u>7.843.721</u>
TOTAL PASIVO		<u>8.669.371</u>	<u>7.843.721</u>
PATRIMONIO			
Aportes de propietarios	15.1	12.754.023	11.297.723
Reserva legal	15.2	41.484	41.484
Resultados acumulados		(3.276.526)	(3.919.961)
TOTAL PATRIMONIO		<u>9.518.981</u>	<u>7.419.246</u>
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		<u>18.188.352</u>	<u>15.262.967</u>
CUENTAS DE ORDEN			
Fondos de inversión y fideicomisos administrados por cuenta de terceros:			
Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este		<u>830.721.273</u>	<u>396.163.587</u>

Los anexos y las notas 1 a 15 que se adjuntan forman parte integral de los estados financieros.

Estado de resultados y otros resultados integrales por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015

(En Pesos Uruguayos)

	<u>Nota</u>	<u>31 de Diciembre 2015</u>	<u>31 de Diciembre 2014</u>
Ingresos Operativos			
Comisiones ganadas		2.072.787	1.628.039
		<u>2.072.787</u>	<u>1.628.039</u>
Costos de los Servicios Prestados			
		(81.875)	(109.378)
		<u>1.990.912</u>	<u>1.518.661</u>
RESULTADO BRUTO			
Gastos de Administración y Ventas			
Sueldos y cargas sociales	11	(736.883)	(884.968)
Honorarios profesionales y comisiones		(196.344)	(321.395)
Servicios recibidos	14.3	(706.739)	(343.905)
Amortizaciones		(4.843)	(4.843)
Otros gastos		(329.236)	(256.778)
		<u>(1.974.045)</u>	<u>(1.811.889)</u>
		16.867	(293.228)
RESULTADO OPERATIVO			
Resultados Financieros			
Diferencia de cambio		(199.283)	288.955
		<u>825.851</u>	<u>(42.240)</u>
Impuesto a la renta	12		
		<u>643.435</u>	<u>(46.513)</u>
RESULTADO DEL EJERCICIO			
Otros resultados integrales		-	-
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL EJERCICIO			
		<u>643.435</u>	<u>(46.513)</u>
Resultado atribuible a:			
Propietarios de la controladora		643.435	(46.513)
Participaciones no controladoras		-	-
Resultado del ejercicio		<u>643.435</u>	<u>(46.513)</u>
Resultado integral total atribuible a:			
Propietarios de la controladora		643.435	(46.513)
Participaciones no controladoras		-	-
Resultado integral total del ejercicio		<u>643.435</u>	<u>(46.513)</u>

Los anexos y las notas 1 a 15 que se adjuntan forman parte integral de los estados financieros.

Estado de flujos de efectivo por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015

(En Pesos Uruguayos)

	<u>Nota</u>	<u>31 de Diciembre 2015</u>	<u>31 de Diciembre 2014</u>
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN			
Resultado del ejercicio		643.435	(46.513)
Más partidas que no representan egresos (ingresos) de fondos:			
Amortizaciones		4.843	4.843
Impuesto a la renta		(825.851)	42.240
Resultado operativo después de ajustes		<u>(177.573)</u>	<u>570</u>
Disminución / (aumento) de créditos por servicios		59.460	82.513
Disminución / (aumento) de otros créditos		(851.845)	(162.424)
Disminución/(aumento) de otros activos financieros		(1.313.542)	(1.039.456)
Aumento /(disminución) de deudas comerciales		(173.360)	(48.229)
Aumento/ (disminución) de deudas diversas		2.497.519	1.349.557
Efectivo generado por / (usado en) operaciones		<u>40.659</u>	<u>182.531</u>
Impuesto a la renta pagado		(42.210)	(42.240)
Flujos netos de efectivo por actividades de operación		<u>(1.551)</u>	<u>140.291</u>
Incremento / (disminución) neto de efectivo y equivalentes		(1.551)	140.291
Efectivo y equivalentes al inicio del ejercicio		852.952	712.661
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL FINAL DEL EJERCICIO	3.9	<u><u>851.401</u></u>	<u><u>852.952</u></u>

Los anexos y las notas 1 a 15 que se adjuntan forman parte integral de los estados financieros.

Estado de cambios en el patrimonio por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015

(En Pesos Uruguayos)

	Aportes de propietarios	Reserva Legal	Resultados Acumulados	Total
Saldo al 1 de enero de 2014	11.297.723	41.484	(3.873.448)	7.465.759
Resultado del ejercicio	-	-	(46.513)	(46.513)
<i>Total resultados integrales</i>	-	-	(46.513)	(46.513)
Saldo al 31 de diciembre de 2014	11.297.723	41.484	(3.919.961)	7.419.246
Resultado del ejercicio	-	-	643.435	643.435
<i>Total resultados integrales</i>	-	-	643.435	643.435
Capitalizaciones (Nota 15.1)	1.456.300	-	-	1.456.300
Saldo al 31 de diciembre de 2015	12.754.023	41.484	(3.276.526)	9.518.981

Las notas 1 a 15 que se adjuntan forman parte integral de los estados financieros.

ANEXO 1

Cuadro de propiedad, planta y equipo y amortizaciones por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015

(En Pesos Uruguayos)

	Costo			Amortizaciones			Valor neto Dic-15	
	Saldos iniciales	Altas	Bajas	Saldos finales	Saldos iniciales	Amortización		Saldos finales
Bienes de Uso								
Muebles y útiles	14.530	-	-	14.530	6.054	4.843	10.897	3.633
Total	14.530	-	-	14.530	6.054	4.843	10.897	3.633

ANEXO 2

Cuadro de propiedad, planta y equipo y amortizaciones por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2014

(En Pesos Uruguayos)

	Costo			Amortizaciones			Valor neto Dic-14	
	Saldos iniciales	Altas	Bajas	Saldos finales	Saldos iniciales	Amortización		Saldos finales
Bienes de Uso								
Muebles y útiles	14.530	-	-	14.530	1.211	4.843	6.054	8.476
Total	14.530	-	-	14.530	1.211	4.843	6.054	8.476

Notas a los estados financieros al 31 de diciembre de 2015

Nota 1 - Información básica sobre la Sociedad

1.1 Naturaleza jurídica

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. (“la Sociedad”) tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley N° 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley N° 17.703.

1.2 Actividad principal

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group HoldCo B.V. (“Grupo TMF”). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. es un integrante de un grupo empresario más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo.

Al 31 de diciembre de 2015 la Sociedad administra un único Fideicomiso de oferta pública denominado “Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este”. El principal propósito del Fideicomiso es la adquisición de inmuebles rurales ubicados principalmente en los Departamentos de Cerro Largo y Treinta y Tres, en los cuales se forestará aproximadamente el 60% de los mismos con Eucalyptus Grandis para la producción de madera. Una vez realizada la tala de raza de los bosques se procederá a la venta de los inmuebles.

El ejercicio económico anual de la Sociedad finaliza el 31 de diciembre de cada año civil. Los presentes estados financieros corresponden al ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre de 2015, a los efectos de dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 339 de la Recopilación de Normas de Control del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Nota 2 - Bases de preparación de los estados financieros

2.1 Bases de preparación

Los presentes estados financieros se han preparado de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante “NIIF”) adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standards Board - IASB), traducidas al idioma español, y las interpretaciones elaboradas por el Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera o el anterior Comité de Interpretaciones, en virtud de lo establecido por el Decreto 124/011 de fecha 1° de abril de 2011 para emisores de oferta pública, dado que la Sociedad se encuentra excluida de la aplicación del Decreto 291/014 por la sección 1 de las NIIF para las PYMES.

El Decreto 124/011 establece que las normas contables adecuadas de aplicación obligatoria para emisores de valores de oferta pública son las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB – International Accounting Standards Board) traducidas al idioma español.

Las referidas normas comprenden:

- a) Las Normas Internacionales de Información Financiera
- b) Las Normas Internacionales de Contabilidad
- c) Las interpretaciones elaboradas por el Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera o el anterior Comité de Interpretaciones.

Al 31 de diciembre de 2014 los estados financieros fueron preparados de acuerdo con “normas contables simplificadas” establecidas en los Decretos 103/991, 65/010, 135/009 y 37/010 por tratarse la Sociedad de un emisor de estados contables de menor importancia relativa. Las políticas contables aplicadas en el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2014 y en el ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre de 2015 fueron consistentes a excepción de lo mencionado en la Nota 3.1, no correspondiendo otros ajustes que modificaran las cifras correspondientes al 31 de diciembre de 2014. Las revelaciones y algunas cifras correspondientes al 31 de diciembre de 2014 fueron modificadas con el fin de hacerlas comparables con las del ejercicio actual.

Estos son los primeros estados financieros anuales preparados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (“NIIF”) y la NIIF 1 *Adopción por Primera vez de las Normas Internacionales de Información Financiera* fue aplicada.

La transición a las NIIF no ha afectado la situación financiera de la Sociedad.

2.2 Cifras correspondientes

Los cambios en las normas contables aplicadas modificaron diversos criterios de revelación y presentación utilizados en la preparación y presentación de los estados financieros del ejercicio anterior, pero no implicaron ajustes en el patrimonio inicial del presente ejercicio.

2.3 Bases de medición

Los presentes estados financieros se han preparado utilizando el principio de costo histórico, con excepción de los otros activos financieros (ver Nota 3.3).

2.4 Moneda funcional y de presentación

Los estados financieros se presentan en Pesos Uruguayos que es la moneda funcional de la Sociedad, considerando que refleja la sustancia económica de los eventos y circunstancias relevantes para ésta.

2.5 Fecha de aprobación de los estados financieros

Los estados financieros al 31 de diciembre de 2015 han sido aprobados por el Directorio el día 30 de marzo de 2016, y los mismos serán posteriormente puestos en consideración de la Asamblea Ordinaria de Accionistas.

2.6 Uso de estimaciones contables y juicios

La preparación de los estados financieros requiere por parte de la Dirección de la Sociedad la aplicación de estimaciones contables relevantes y la realización de juicios y supuestos en el proceso de aplicación de las políticas contables que afectan a los importes de activos y pasivos registrados y los activos y pasivos contingentes revelados a la fecha de la emisión de los presentes estados financieros, como así también los ingresos y gastos registrados en el ejercicio. Los resultados reales pueden diferir de las estimaciones realizadas.

A pesar de que las estimaciones realizadas por la Dirección de la Sociedad se han calculado en función de la mejor información disponible al 31 de diciembre de 2015, es posible que

acontecimientos que puedan tener lugar en el futuro obliguen a su modificación en los próximos ejercicios. El efecto en los estados financieros de las modificaciones que, en su caso, se derivasen de los ajustes a efectuar durante los próximos ejercicios, es reconocido en el ejercicio en que la estimación es modificada y en los ejercicios futuros afectados, o sea se registra en forma prospectiva.

En la preparación de estos estados financieros, la gerencia de TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. realiza estimaciones para calcular a un momento determinado, el impuesto a la renta y las amortizaciones entre otras estimaciones.

Medición de los valores razonables

Algunas de las políticas y revelaciones contables de la Sociedad requieren la medición de los valores razonables tanto de los activos y pasivos financieros como de los no financieros.

Cuando se mide el valor razonable de un activo o pasivo, la Sociedad utiliza datos de mercado observables siempre que sea posible. Los valores razonables se clasifican en niveles distintos dentro de una jerarquía del valor razonable que se basa en las variables usadas en las técnicas de valoración, como sigue:

- Nivel 1: precios cotizados (no-ajustados) en mercados activos para activos o pasivos idénticos.
- Nivel 2: datos diferentes de los precios cotizados incluidos en el Nivel 1, que sean observables para el activo o pasivo, ya sea directa (es decir, precios) o indirectamente (es decir, derivados de los precios).
- Nivel 3: datos para el activo o pasivo que no se basan en datos de mercado observables (variables no observables).

Si las variables usadas para medir el valor razonable de un activo o pasivo puede clasificarse en niveles distintos de la jerarquía del valor razonable, entonces la medición del valor razonable se clasifica en su totalidad en el mismo nivel de la jerarquía del valor razonable que la variable de nivel más bajo que sea significativa para la medición total.

La Sociedad reconoce la transferencia entre los niveles de la jerarquía del valor razonable al final del período sobre el que se informa durante el que ocurrió el cambio.

Nota 3 - Principales políticas y prácticas contables aplicadas

3.1 Cambios en las políticas contables

Los estados financieros de la Sociedad por el ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre de 2015 son los primeros estados financieros anuales preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera. La fecha de transición de la Sociedad es el 1° de enero de 2014. La Sociedad preparó sus estados financieros de apertura de acuerdo con el nuevo marco normativo.

No han surgido ajustes, a excepción de ajustes de exposición, que impacten en el patrimonio de la Sociedad a la fecha de transición del marco normativo anterior a las Normas Internacionales de Información Financiera al 1° de enero de 2014 y al 31 de diciembre de 2014, ni en el Estado de resultados integrales por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2014 por aplicación del nuevo marco normativo.

3.2 Moneda extranjera

Transacciones, saldos y flujos en moneda extranjera

Las transacciones en moneda extranjera se convierten a la moneda funcional mediante la aplicación de los tipos de cambio entre la moneda funcional y la moneda extranjera vigente en las fechas en las que se efectúan las transacciones.

Los activos y pasivos monetarios denominados en moneda extranjera se han convertido a la moneda funcional aplicando el tipo de cambio vigente al cierre del ejercicio, mientras que los no monetarios se convierten aplicando al costo histórico en moneda extranjera, los tipos de cambio de la fecha en la que tuvo lugar la transacción.

En la presentación del estado de flujos de efectivo, los flujos procedentes de transacciones en moneda extranjera se convierten a la moneda funcional aplicando los tipos de cambio existentes en la fecha en la que éstos se produjeron.

Las diferencias que se ponen de manifiesto en la liquidación de las transacciones en moneda extranjera y en la conversión a la moneda funcional de activos y pasivos monetarios denominados en moneda extranjera, se reconocen en resultados.

El siguiente es el detalle de las cotizaciones de las monedas extranjeras operadas por TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A., al promedio y cierre de los estados contables:

	Promedio		Cierre	
	31 de Diciembre	31 de Diciembre	31 de Diciembre	31 de Diciembre
	2015	2014	2015	2014
Dólares Estadounidenses	27,293	23,219	29,948	24,369
Unidades Indexadas	3,1134	2,8527	3,2426	2,9632

3.3 Instrumentos financieros

Instrumentos financieros no derivados

Los instrumentos financieros no derivados incluyen efectivo, créditos por servicios, otros créditos, otros activos financieros, deudas comerciales y deudas diversas.

Los instrumentos financieros no derivados son reconocidos inicialmente al valor razonable más, en el caso de instrumentos que no estén al valor razonable con cambios en resultados, los costos directamente atribuibles a la transacción. Posteriormente al reconocimiento inicial, los instrumentos financieros no derivados son valorizados como se describe a continuación.

El efectivo, los créditos por servicios y otros créditos están valuados al costo amortizado usando el método de interés efectivo, menos cualquier pérdida por deterioro (Nota 3.4).

Los otros activos financieros son clasificados como inversiones financieras disponibles para la venta. Después del reconocimiento inicial, se valoran a valor razonable y los cambios, que no sean pérdidas por deterioro (Nota 3.4), ni pérdidas o ganancias por diferencias de cambio (Nota 3.2), se reconocen directamente como otros resultados integrales.

Las deudas comerciales, y las deudas diversas están valuados al costo amortizado usando el método de interés efectivo.

El efectivo abarca los saldos de disponibilidades. Los sobregiros bancarios que son reembolsables sin restricciones y que forman parte integral de la administración del efectivo de la Sociedad, se incluyen como componentes del efectivo para propósitos del estado de flujos de efectivo.

Los activos y pasivos financieros son compensados y el monto neto presentado en el estados de situación financiera cuando, y sólo cuando, la Sociedad cuenta con un derecho legal para compensar los montos y tiene el propósito de liquidar sobre una base neta o de realizar el activo y liquidar el pasivo simultáneamente.

Capital social

Acciones comunes

Las acciones comunes son clasificadas como patrimonio. Los costos incrementales atribuibles directamente a la emisión de acciones comunes y a opciones de acciones son reconocidas como una deducción de patrimonio, netos de cualquier efecto tributario.

3.4 Deterioro

Activos financieros

Un activo financiero es revisado a la fecha de cada estado financiero para determinar si existe evidencia objetiva de deterioro de valor. Un activo financiero se considera deteriorado si existe evidencia objetiva indicativa de que uno o más eventos han tenido un efecto negativo en los flujos de efectivo futuros del activo.

Las pérdidas por deterioro de valor en relación con los activos financieros registrados al costo amortizado son calculadas como la diferencia entre el importe en libros del activo y el valor actual de los flujos de efectivo futuros estimados, descontados a la tasa de interés efectiva.

Los activos financieros individualmente significativos se evalúan de forma individual para analizar su deterioro. El resto de los activos financieros se evalúan en grupos que comparten características de riesgo crediticio similares.

Todas las pérdidas por deterioro de valor se reconocen en resultados.

Una pérdida por deterioro de valor se revierte si la reversión puede asignarse a un evento ocurrido con posterioridad al reconocimiento de la pérdida por deterioro de valor. En el caso de activos financieros registrados al costo amortizado la reversión se reconoce en resultados.

Activos no financieros

Los valores contables de los activos no financieros de la Sociedad, son revisados a la fecha de cada estado financiero para determinar si existe un indicio de deterioro. Si algún indicio de deterioro existiera, entonces se estima el valor recuperable del activo. En el caso de valores llave los importes recuperables se estiman en la fecha de cada estado financiero.

El importe recuperable de un activo o unidad generadora de efectivo es estimado como el mayor entre su valor de uso y su valor razonable menos los costos de venta. Para determinar el valor de uso, se descuentan los flujos futuros de efectivo estimados a su valor actual usando una tasa de descuento que refleje las evaluaciones actuales del mercado correspondientes al valor temporal del dinero y los riesgos específicos del activo. A efectos de comprobar el deterioro, los activos se agrupan en el grupo más pequeño de activos que generan flujos de efectivo procedentes del uso continuado que sean independientes de los producidos por otros activos o grupos de activos (“la unidad generadora de efectivo”).

Una pérdida por deterioro de valor se reconoce si el valor contable del activo o su unidad generadora de efectivo excede su monto recuperable. Las pérdidas por deterioro se reconocen en el Estado de Resultados y Otros Resultados Integrales.

Las pérdidas por deterioro de valor reconocidas en ejercicios anteriores se analizan en cada fecha de cierre de balance en busca de indicios de que la pérdida sea menor o haya desaparecido. Una pérdida por deterioro se revierte si ha habido un cambio en las estimaciones empleadas para determinar el importe recuperable. Una pérdida por deterioro de valor se revierte sólo en la medida que el importe en libros del activo no exceda el importe en libros que habría resultado, neto de amortización, si no se hubiese reconocido ninguna pérdida por deterioro de valor.

3.5 Propiedad, planta y equipo

Valuación

Las propiedades, plantas y equipos están presentados a su costo de adquisición o costo estimado, menos la amortización acumulada y las pérdidas por deterioro, cuando corresponde (Nota 3.4).

Costos posteriores

Con posterioridad al reconocimiento inicial del activo, sólo se capitalizan aquellos costos incurridos que vayan a generar beneficios económicos futuros que se puedan calificar como probables y el importe de los mencionados costos se pueda valorar con fiabilidad. En este sentido, los costos derivados del mantenimiento diario de la propiedad, planta y equipo se registran en resultados a medida que se incurren. Las sustituciones de elementos de la propiedad, planta y equipo susceptibles de capitalización suponen la reducción del valor contable de los elementos sustituidos.

Amortizaciones

Las amortizaciones son cargadas a resultados utilizando porcentajes fijos sobre los valores antes referidos, calculados según la vida útil estimada para cada categoría, a partir del mes siguiente al de su incorporación. La vida útil estimada de los muebles y útiles es de tres años.

El total de amortizaciones de propiedad, planta y equipo por \$ 4.843 correspondiente al ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre de 2015 fue imputado en su totalidad a gastos de administración y ventas (\$ 4.843 por el ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre de 2014).

La Sociedad revisa la vida útil y el método de amortización de la propiedad, planta y equipo al cierre de cada ejercicio. Las modificaciones en los criterios inicialmente establecidos se reconocen como un cambio de estimación.

3.6 Impuesto a la renta

El impuesto a la renta sobre los resultados del ejercicio comprende el impuesto corriente y el impuesto diferido. El impuesto a la renta es reconocido en resultados, excepto que esté relacionado con partidas reconocidas en el patrimonio en cuyo caso se reconoce dentro del patrimonio, o en otro resultado integral.

El impuesto corriente es el impuesto a pagar calculado sobre el monto imponible fiscal del resultado del ejercicio, utilizando la tasa del impuesto a la renta vigente a la fecha de cierre de los estados financieros y considerando los ajustes por pérdidas fiscales en años anteriores.

El impuesto diferido es calculado utilizando el método del pasivo basado en el estado de situación financiera, determinado a partir de las diferencias temporarias entre los importes contables de activos y pasivos y los importes utilizados para fines fiscales. El importe de impuesto diferido calculado está basado en la forma esperada de realización o liquidación de los importes contables

de activos y pasivos, utilizando las tasas de impuestos vigentes a la fecha de los estados financieros.

Un activo por impuesto diferido es reconocido solamente hasta el importe que es probable que futuras ganancias imponibles estarán disponibles, contra las cuales el activo pueda ser utilizado. Los activos por impuestos diferidos son revisados en cada fecha de balance y son reducidos en la medida que no es probable que los beneficios por impuestos relacionados sean realizados.

3.7 Determinación del resultado del ejercicio

Para el reconocimiento de los ingresos y la imputación de costos y gastos se aplicó el principio de lo devengado.

Los ingresos operativos representan el importe de los servicios suministrados a terceros y son reconocidos en el Estado de Resultados en proporción del grado de terminación de la prestación a la fecha de los estados financieros. El grado de terminación es determinado en función de la proporción de los servicios ejecutados hasta la fecha como porcentaje del total de servicios a prestar.

La amortización de la propiedad, planta y equipo es calculada de acuerdo con los criterios indicados en la Nota 3.5.

El gasto por impuesto a la renta comprende el impuesto corriente y diferido según se indica en la Nota 3.6.

3.8 Beneficios a los empleados

Beneficios a corto plazo

Las obligaciones por beneficios al personal a corto plazo son medidos en base no descontada y son reconocidos como gastos a medida que los servicios relacionados son prestados.

Se reconoce un pasivo por el monto que se espera pagar en efectivo a corto plazo si la Sociedad tiene una obligación presente, legal o implícita, de pagar ese importe en consecuencia de servicios prestados por los empleados en el pasado y la obligación puede ser estimada con fiabilidad.

3.9 Definición de fondos

Para la preparación del estado de flujos de efectivo se definió fondos igual a efectivo y equivalentes de efectivo. La siguiente es la conciliación del importe de efectivo y equivalentes de efectivo del estado de situación financiera y el estado de flujos de efectivo:

	Pesos Uruguayos	
	31 de diciembre 2015	31 de diciembre 2014
Efectivo y equivalentes de efectivo del estado de situación financiera		
Disponibilidades	851.401	852.952
Inversiones temporarias con vencimiento menor a tres meses	-	-
Menos:		
Sobregiros bancarios	-	-
<i>Efectivo y equivalentes de efectivo del estado de flujo de efectivo</i>	851.401	852.952

Nota 4 - Nuevas normas e interpretaciones aún no adoptadas

Una serie de nuevas normas, modificaciones a normas e interpretaciones son aplicables a los ejercicios anuales que comienzan después del 1° de enero de 2016, y no han sido aplicadas en la preparación de los presentes estados financieros. Las siguientes normas son obligatorias para los estados financieros que comienzan el 1° de enero de 2016 o con posterioridad:

- NIC 1 *Presentación de estados financieros* (modificaciones), es de esperar que impacte en aspectos de presentación para ejercicios anuales que comienzan a partir del 1° de enero de 2016.
- NIC 16 *Propiedades, Planta y Equipo* y NIC 38 *Activos Intangibles* (modificaciones), es de esperar que impacte en aspectos vinculados a los métodos aceptables de depreciación y amortización para ejercicios anuales que comienzan a partir del 1° de enero de 2016.
- NIIF 9 *Instrumentos Financieros* (2009 o 2010), es de esperar que impacte en la clasificación y medición de los activos financieros para ejercicios anuales que comienzan a partir del 1° de enero de 2018.
- NIIF 15 *Ingresos por contratos con clientes*, es de esperar que impacte en el método de reconocimiento de ingresos por contratos con clientes para ejercicios anuales que comienzan a partir del 1° de enero de 2018.

En todos los casos la Sociedad no tiene intención de adoptar estas normas antes de la fecha de vigencia y el impacto de las mismas no ha sido determinado.

Nota 5 - Administración de riesgo financiero

5.1 General

La Sociedad está expuesta a los siguientes riesgos relacionados con el uso de instrumentos financieros:

- Riesgo de crédito
- Riesgo de liquidez
- Riesgo de mercado

En esta nota se presenta información respecto de la exposición de la Sociedad a cada uno de los riesgos mencionados, los objetivos, las políticas y los procedimientos de la Sociedad para medir y administrar el riesgo. Los estados financieros incluyen más revelaciones cuantitativas.

El Directorio es responsable por establecer y supervisar la estructura de administración de riesgo de la Sociedad.

La Gerencia es responsable por el desarrollo y el monitoreo de la administración del riesgo de la Sociedad. Esta informa regularmente al Directorio acerca de sus actividades.

Las políticas de administración de riesgo de la Sociedad son establecidas con el objeto de identificar y analizar los riesgos enfrentados por la Sociedad, fijar límites y controles de riesgo adecuados, y monitorear los riesgos y el cumplimiento de los límites. Se revisan regularmente las políticas y los sistemas de administración de riesgo a fin de que reflejen los cambios en las condiciones de mercado y en las actividades de la Sociedad.

Se realiza una revisión sobre la evolución del negocio en su conjunto y, en particular, de las variaciones de los distintos niveles de riesgo de la Sociedad, a través de un monitoreo conjunto de la Gerencia

General y Gerencia Administrativa-Financiera con el Directorio, que permita evaluar prospectivamente la evolución de las distintas variables que puedan impactar en la Sociedad.

5.2 Riesgo de crédito

El riesgo de crédito es el riesgo de pérdida financiera que enfrenta la Sociedad si un cliente o contraparte en un instrumento financiero no cumple con sus obligaciones contractuales, y se origina principalmente en las cuentas por cobrar a clientes.

Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar

La exposición de la Sociedad al riesgo de crédito se ve afectada principalmente por las características individuales de cada cliente. La Dirección tiene políticas de crédito que permiten monitorear este riesgo en forma continua. Los servicios brindados se efectúan a clientes solventes y con adecuada historia de crédito. La Dirección espera un correcto comportamiento crediticio y el riesgo atribuible a sus cuentas por cobrar se encuentra concentrado en una reducida cantidad de clientes (fideicomisos administrados). No se observan riesgos relevantes en los deudores de la Sociedad.

5.3 Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es el riesgo de que la Sociedad no pueda cumplir con sus obligaciones financieras a medida que vencen. El enfoque de la Sociedad para administrar la liquidez es asegurar, en la mayor medida posible, que siempre contará con la liquidez suficiente para cumplir con sus obligaciones cuando vencen, sin incurrir en pérdidas inaceptables o arriesgar la seguridad de la Sociedad.

El riesgo de liquidez se encuentra mitigado por el tipo de operativa que realiza la Sociedad. La sociedad cuenta con el apoyo de sus accionistas para proporcionar la liquidez necesaria para continuar operando.

5.4 Riesgo de mercado

El riesgo de mercado es el riesgo de que los cambios en los precios de mercado, por ejemplo en el tipo de cambio, tasas de interés y otros precios de mercado, afecten los ingresos de la Sociedad o el valor de los instrumentos financieros que mantiene. El objetivo de la administración del riesgo de mercado es administrar y controlar las exposiciones a este riesgo dentro de parámetros razonables y al mismo tiempo optimizar la rentabilidad.

Riesgo de moneda

El riesgo de tipo de cambio se encuentra acotado a la exposición de la Sociedad en moneda extranjera detallada en la Nota 13.3.

Riesgo de tasas de interés variables

La Sociedad no mantiene activos ni pasivos que generen tasa de interés.

Riesgo de otros precios de mercado

La Sociedad no mantiene activos financieros que se encuentran sujetos a riesgos en la variación del precio de mercado.

Administración de capital

La política del Directorio es mantener una base de capital sólida de manera de conservar la confianza de los inversionistas, los acreedores y el mercado, y sustentar el desarrollo futuro del negocio.

Nota 6 - Créditos por servicios

Los créditos por servicios corresponden en su totalidad al saldo a cobrar que mantiene la Sociedad con el único fideicomiso que administra, de acuerdo a lo mencionado en la Nota 1.

Nota 7 - Otros créditos

El detalle de otros créditos es el siguiente:

	<u>31 de Diciembre</u> <u>2015</u>	<u>31 de Diciembre</u> <u>2014</u>
Corriente		
Partes relacionadas (Nota 14)	1.118.549	233.466
Créditos fiscales	97.210	173.159
Gastos a devengar	5.077	4.575
	<u>1.220.836</u>	<u>411.200</u>

Nota 8 - Otros activos financieros

El saldo de otros activos financieros al 31 de diciembre de 2015 y al 31 de diciembre de 2014 corresponde a un depósito en garantía prendaria en Unidades Indexadas en el Banco Central del Uruguay por UI 4.701.296 en cumplimiento del artículo 104 de la Recopilación de Normas del área Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Nota 9 - Deudas comerciales

Las deudas comerciales corresponden en su totalidad a proveedores plaza.

Nota 10 - Deudas diversas

El detalle de deudas diversas es el siguiente:

	<u>31 de Diciembre</u> <u>2015</u>	<u>31 de Diciembre</u> <u>2014</u>
Corriente		
Remuneraciones al personal y sus cargas sociales	94.489	121.938
Partes relacionadas (Nota 14)	8.291.327	7.362.326
Acreedores por cargas sociales	29.424	27.312
Acreedores fiscales	155.130	3.189
Otras deudas	99.001	155.596
	<u>8.669.371</u>	<u>7.670.361</u>

Nota 11 - Gastos del personal

Los gastos del personal incurridos por la Sociedad han sido los siguientes:

	<u>31 de diciembre</u> <u>2015</u>	<u>31 de diciembre</u> <u>2014</u>
Sueldos y jornales	684.405	883.130
Contribuciones a la seguridad social	134.353	111.216
	<u>818.758</u>	<u>994.346</u>

Del total de gastos \$ 81.875 (\$ 109.378 al 31 de diciembre de 2014) fueron imputados al costo de los servicios prestados y los restantes \$ 736.883 (\$ 884.968 al 31 de diciembre de 2014) se incluyen como gastos de administración y ventas.

El número promedio de empleados para el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015 y para el ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre de 2014 fue de 2 personas.

Nota 12 - Impuesto a la renta

12.1 Componentes del impuesto a la renta reconocido en el estado de resultados integral

	<u>31 de Diciembre 2015</u>	<u>31 de Diciembre 2014</u>
Gasto por impuesto corriente		
Impuesto corriente	42.210	42.240
Gasto / (Ingreso)	42.210	42.240
Impuesto diferido		
Gasto / (Ingreso)	(868.061)	-
Total impuesto a la renta	<u>(825.851)</u>	<u>42.240</u>

Para el ejercicio anual finalizado el 31 de Diciembre de 2015 y 2014 no se ha devengado impuesto a la renta corriente (solo se devengó el impuesto a la renta mínimo), por haberse estimado pérdida fiscal.

12.2 Conciliación del gasto por impuesto a la renta y la utilidad contable

	<u>31 de Diciembre 2015</u>		<u>31 de Diciembre 2014</u>	
	%	\$	%	\$
Resultado antes de impuestos		<u>(182.416)</u>		<u>(4.273)</u>
Impuesto a la renta según la tasa aplicable	25%	(45.604)	25%	(1.068)
Gastos no deducibles	(37%)	67.620	28%	(1.204)
Ajuste fiscal por inflación	0%	-	(4644%)	198.440
Reconocimiento de activo por impuesto diferido	476%	(868.061)	0%	-
Otros ajustes	(11%)	20.194	3602%	(153.928)
Tasa y gasto / (Ingreso) por impuesto a la renta	<u>453%</u>	<u>(825.851)</u>	<u>(988%)</u>	<u>42.240</u>

12.3 Activos y pasivos por impuesto a la renta diferido

El impuesto a la renta diferido activo es atribuible a los siguientes conceptos:

	<u>31 de Diciembre 2015</u>		
	Activo	Pasivo	Neto
Bienes de uso	(162)	-	(162)
Provisiones	(33.896)	-	(33.896)
Pérdidas fiscales de ejercicios anteriores	(834.003)	-	(834.003)
(Activo) / Pasivo neto por impuesto diferido	<u>(868.061)</u>	<u>-</u>	<u>(868.061)</u>

La Sociedad no reconoció el activo por impuesto diferido al 31 de diciembre de 2014.

12.4 Movimiento durante el ejercicio de las diferencias temporarias

El impuesto a la renta diferido activo presenta los siguientes movimientos:

	Saldos a Dic-14	Reconocido en Resultados	Saldos a Dic-15
Bienes de uso	-	(162)	(162)
Provisiones	-	(33.896)	(33.896)
Pérdidas fiscales de ejercicios anteriores (*)	-	(834.003)	(834.003)
(Activo) / Pasivo neto por impuesto diferido	-	(868.061)	(868.061)

(*) Apertura de pérdidas fiscales:

	Pérdidas fiscales	Tasa 25%
Prescriben en 12/2016	368.509	92.127
Prescriben en 12/2017	1.100.763	275.191
Prescriben en 12/2018	1.368.493	342.123
Prescriben en 12/2019	498.247	124.562
	3.336.012	834.003

Nota 13 - Instrumentos financieros

13.1 Riesgo de crédito

Exposición al riesgo de crédito

El valor en libros de los activos financieros representa la exposición máxima al riesgo de crédito. La exposición máxima al riesgo de crédito a la fecha de cierre del ejercicio es la siguiente:

	31 de Diciembre de 2015	31 de Diciembre de 2014
Disponibilidades	851.401	852.952
Créditos por servicios (Nota 6)	-	59.460
Otros créditos (Nota 7)	1.118.549	233.466
	1.969.950	1.145.878

La exposición máxima al riesgo de crédito de las cuentas a cobrar por región geográfica es la siguiente:

	31 de Diciembre de 2015	31 de Diciembre de 2014
Uruguay	1.118.549	276.989
Argentina	-	15.937
	1.118.549	292.926

La concentración por tipo de cliente es la siguiente:

	31 de Diciembre de 2015	31 de Diciembre de 2014
Fideicomisos	-	59.460
Partes relacionadas (Nota 14)	1.118.549	233.466
	1.118.549	292.926

Pérdidas por deterioro

La antigüedad de las cuentas por cobrar a la fecha de cierre del ejercicio es la siguiente:

	31 de Diciembre de 2015	Deterioro Dic-15
Vigentes	-	-
0 a 30 días	-	-
31 a 120 días	-	-
más de 120 días	1.118.549	-
	<u>1.118.549</u>	<u>-</u>
	31 de Diciembre de 2014	Deterioro Dic-14
Vigentes	-	-
0 a 30 días	11.362	-
31 a 120 días	222.104	-
más de 120 días	59.460	-
	<u>292.926</u>	<u>-</u>

La Sociedad no ha registrado previsión por incobrables dado que sus créditos no han evidenciado indicios de deterioro y como se indica en las Notas 5 y 14 son fundamentalmente con partes relacionadas no esperándose ninguna pérdida por estos créditos.

13.2 Riesgo de liquidez

Los siguientes son los vencimientos contractuales de pasivos financieros:

	31 de Diciembre 2015			
	Valor en libros	Hasta 1 año	1 a 5 años	Más de 5 años
Deudas diversas (Nota 10)	8.484.817	8.484.817	-	-
	<u>8.484.817</u>	<u>8.484.817</u>	<u>-</u>	<u>-</u>
	31 de Diciembre 2014			
	Valor en libros	Hasta 1 año	1 a 5 años	Más de 5 años
Deudas comerciales (Nota 9)	173.360	173.360	-	-
Deudas diversas (Nota 10)	7.639.860	7.639.860	-	-
	<u>7.813.220</u>	<u>7.813.220</u>	<u>-</u>	<u>-</u>

13.3 Riesgo de mercado

Riesgo de moneda

Exposición al riesgo de moneda

Este factor se origina en los cambios en los tipos de cambio de las monedas que maneja la Sociedad, en especial Dólares Estadounidenses y Unidades Indexadas que afecten las posiciones que mantiene la Sociedad.

La exposición al riesgo de moneda extranjera basada en valor en libros fue la siguiente:

	31 de Diciembre 2015			31 de Diciembre 2014		
	Dólares	Unidades	Total equiv. en	Dólares	Unidades	Total equiv. en
	Estadounidenses	Indexadas	Pesos Uruguayos	Estadounidenses	Indexadas	Pesos Uruguayos
Activo corriente						
Disponibilidades	11.498	-	344.342	29.614	-	721.662
Créditos por servicios	-	-	-	2.440	-	59.460
Otros créditos	8.918	-	267.076	9.580	-	233.466
	20.416	-	611.418	41.634	-	1.014.588
Activo no corriente						
Otros activos financieros	-	4.701.296	15.244.421	-	4.701.296	13.930.879
	-	4.701.296	15.244.421	-	4.701.296	13.930.879
TOTAL ACTIVO	20.416	4.701.296	15.855.839	41.634	4.701.296	14.945.467
Pasivo corriente						
Deudas comerciales	-	-	-	(4.226)	-	(102.981)
Deudas diversas	(266.798)	-	(7.990.066)	(297.307)	-	(7.245.068)
	(266.798)	-	(7.990.066)	(301.533)	-	(7.348.049)
TOTAL PASIVO	(246.382)	-	(7.990.066)	(301.533)	-	(7.348.049)
POSICION NETA	(225.966)	4.701.296	7.865.773	(259.899)	4.701.296	7.597.418

Análisis de sensibilidad

El fortalecimiento de un 10% de la moneda funcional al cierre del ejercicio respecto a las monedas extranjeras habría aumentado/(disminuido) el patrimonio y los resultados en los montos que se muestran a continuación. Este análisis supone que todas las otras variables, particularmente las tasas de interés, se mantienen constantes. El análisis se aplica de la misma manera para el 31 de diciembre de 2014.

	Patrimonio	Resultados
	\$	\$
31 de Diciembre de 2015		
Dólar Estadounidense	676.723	676.723
Unidad Indexada	(1.524.442)	(1.524.442)
31 de Diciembre de 2014		
Dólar Estadounidense	633.348	633.348
Unidad Indexada	(1.393.088)	(1.393.088)

El debilitamiento de un 10% de la moneda funcional al cierre del ejercicio habría tenido un efecto opuesto al mencionado anteriormente, sobre la base de que todas las variables se mantienen constantes.

Riesgo de tasa de interés

Este factor se origina por los activos y pasivos financieros, asociados a las tasas de interés pactadas. La Sociedad no mantiene activos ni pasivos financieros asociados a tasas de interés variables.

Nota 14 - Partes relacionadas

Como se menciona en la Nota 1.2, la Sociedad pertenece a un grupo económico mayor, por lo que si bien gestiona su negocio en forma independiente, sus resultados de operaciones podrían verse en algún sentido afectados de operar sin ese apoyo.

14.1 Personal clave

Saldos con personal clave

El saldo con personal clave de la gerencia al 31 de diciembre de 2015 asciende a \$ 4.451 (\$ 47.564 al 31 de diciembre de 2014).

Compensación recibida por el personal clave

La Sociedad solo provee beneficios a corto plazo al personal clave de la gerencia, que en el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015 representa un monto de \$ 756.006 (\$ 706.685 por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2014).

Otras transacciones con personal clave

No existen otras transacciones con personal clave de la gerencia al 31 de diciembre de 2015 ni al 31 de diciembre de 2014.

14.2 Saldos con otras partes relacionadas

Los saldos con partes relacionadas son los siguientes:

	<u>31 de Diciembre</u> <u>2015</u>	<u>31 de Diciembre</u> <u>2014</u>
Otros créditos		
TMF Trust Company (Argentina) S.A.	-	15.937
TMF Trust Company (Uruguay) S.A.	1.118.549	217.529
	<u>1.118.549</u>	<u>233.466</u>
Deudas diversas		
TMF Treasury Limited	525.475	258.807
TMF Uruguay S.R.L.	809.452	219.276
TMF Group BV	6.956.400	6.884.243
	<u>8.291.327</u>	<u>7.362.326</u>

La deuda con TMF Group BV al 31 de diciembre de 2014 se originó por un préstamo de US\$ 282.500 (equivalente a \$ 6.884.243 31 de diciembre de 2014) a efectos de que la Sociedad pueda realizar el depósito en garantía prendaria al Banco Central del Uruguay en Unidades Indexadas exigido por el artículo 104 de la Recopilación de Normas del área Mercado de Valores (ver Nota 8), por el fideicomiso, "Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este". De acuerdo con Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 30 de setiembre de 2015 se resolvió capitalizar US\$ 50.000 del pasivo que la Sociedad mantiene con TMF Group BV equivalente a \$ 1.456.300. Una vez efectuada la capitalización, la deuda de la Sociedad con TMF Group BV asciende a US\$ 232.500 equivalentes a \$ 6.956.400.

Los saldos con el resto de las vinculadas al 31 de diciembre de 2015 y al 31 de diciembre de 2014 se originan por pagos que éstas realizaron por cuenta de la Sociedad o viceversa. Adicionalmente TMF Uruguay S.R.L, le factura a la Sociedad honorarios por servicios administrativos.

14.3 Transacciones con otras partes relacionadas

Las transacciones con otras partes relacionadas son las siguientes:

	<u>31 de Diciembre</u> <u>2015</u>	<u>31 de Diciembre</u> <u>2014</u>
Servicios recibidos		
TMF Group BV	283.305	237.105
TMF Uruguay S.R.L.	414.600	106.800
	<u>697.905</u>	<u>343.905</u>

Nota 15 - Patrimonio

15.1 Aportes de propietarios

Los aportes de propietarios de la Sociedad ascienden a \$ 12.754.023 al 31 de diciembre de 2015 (\$ 11.297.723 al 31 de diciembre de 2014).

De acuerdo a lo mencionado en la Nota 14.2 la Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 30 de setiembre de 2015 resolvió capitalizar US\$ 50.000 (equivalente a \$ 1.456.300) del pasivo que la Sociedad mantiene con TMF Group BV.

15.2 Reserva legal

La reserva legal es un fondo de reserva creado en cumplimiento del artículo 93 de la Ley 16.060 de sociedades comerciales, el cual dispone destinar no menos una por 5% de las utilidades netas que arroje el Estado de Resultados del ejercicio para la formación de la referida reserva, hasta alcanzar un 20% del capital integrado.

15.3 Requerimientos referidos al patrimonio

Las normas bancocentralistas exigen a los fiduciarios financieros el mantenimiento en forma permanente de un patrimonio no inferior a UI 2.500.000 (artículo 104 de la Recopilación de las Normas del Mercado de Valores).

Al 31 de diciembre de 2015 el patrimonio asciende a \$ 9.518.981 y el equivalente a UI 2.500.000 es \$ 8.650.920 por lo que la Sociedad cumple con lo exigido por el Banco Central del Uruguay.

—:—

**TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y
Fideicomisos S.A.**
**Estados Financieros intermedios condensados correspondientes
al trimestre finalizado el
31 de marzo de 2016**

TMF Uruguay SRL
29 de abril de 2016

Este informe contiene 16 páginas

Contenido

Informe de Compilación	3
Estado de Situación Financiera condensado al 31 de marzo de 2016	4
Estado de Resultados y otros Resultados Integrales condensado por el trimestre finalizado el 31 de marzo de 2016	5
Estado de Flujos de Efectivo condensado por el trimestre finalizado el 31 de marzo de 2016	6
Estado de Cambios en el Patrimonio condensado por el trimestre finalizado el 31 de marzo de 2016	7
Cuadro de Propiedad, Planta y Equipos y amortizaciones condensado por el trimestre finalizado el 31 de marzo de 2016	8
Cuadro de Propiedad, Planta y Equipos y amortizaciones por el ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre de 2015	9
Notas a los Estados Financieros Intermedios condensados al 31 de marzo de 2016	10



Global reach
Local knowledge

Informe de Compilación

Señores del Directorio de:

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Hemos compilado el Estado de Situación Financiera condensado de TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. al 31 de marzo de 2016, y los correspondientes Estados de Resultados y Otros Resultados Integrales condensado, de Flujos de Efectivo condensado, de Cambios en el Patrimonio condensado y las Notas Explicativas por el trimestre comprendido entre el 1° de enero de 2016 y el 31 de marzo de 2016, aplicando las normas contables adecuadas en Uruguay en materia de exposición, especialmente las contenidas en el Decreto 103/91. La compilación fue realizada de acuerdo con los Pronunciamientos N° 15 y 18 del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay.

La compilación de estados financieros, es el trabajo profesional destinado a presentar en forma de estados financieros la información que surge del sistema contable, por lo que toda la información indicada en los referidos estados financieros representa las afirmaciones del Directorio de TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

No hemos auditado ni revisado los estados financieros condensados que se acompañan, por consiguiente, no expresamos opinión alguna ni ningún otro tipo de seguridad sobre los mismos.

El presente informe es emitido para su presentación ante el Banco Central del Uruguay y no está destinado a otro propósito.

Montevideo, 29 de abril de 2016

Cr. Pablo Gonzalez Coló
C.J.P.P.U. N° 68.770



Estado de Situación Financiera condensado al 31 de marzo de 2016

(En Pesos Uruguayos)

	<u>Nota</u>	<u>Mar-16</u>	<u>Dic-15</u>
ACTIVO			
Activo Corriente			
Disponibilidades	3.2	1.155.044	851.401
Créditos por servicios	4	63.896	-
Otros créditos	5	1.516.905	1.220.836
Total Activo Corriente		<u>2.735.845</u>	<u>2.072.237</u>
Activo No Corriente			
Otros activos financieros	6	15.751.691	15.244.421
Activo por impuesto diferido	11	868.061	868.061
Propiedad, planta y equipo (Anexos 1 y 2)		2.422	3.633
Total Activo No Corriente		<u>16.622.174</u>	<u>16.116.115</u>
TOTAL ACTIVO		<u>19.358.019</u>	<u>18.188.352</u>
CUENTAS DE ORDEN			
Fondos de inversión y fideicomisos administrados por cuenta de terceros:			
Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este		961.156.297	913.142.888
		<u>961.156.297</u>	<u>913.142.888</u>
PASIVO			
Pasivo Corriente			
Deudas comerciales	7	3.098	-
Deudas diversas	8	9.671.684	8.669.371
Total Pasivo Corriente		<u>9.674.782</u>	<u>8.669.371</u>
TOTAL PASIVO		<u>9.674.782</u>	<u>8.669.371</u>
PATRIMONIO			
Aportes de propietarios	9.1	12.754.023	12.754.023
Reserva legal	9.2	41.484	41.484
Resultados acumulados		(3.276.526)	(3.919.961)
Resultado del periodo		164.256	643.435
TOTAL PATRIMONIO		<u>9.683.237</u>	<u>9.518.981</u>
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		<u>19.358.019</u>	<u>18.188.352</u>
CUENTAS DE ORDEN			
Fondos de inversión y fideicomisos administrados por cuenta de terceros:			
Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este		961.156.297	913.142.888
		<u>961.156.297</u>	<u>913.142.888</u>

Inicialado con fines de identificación

Montevideo, 29 ABR 2016 Las notas a la presente forman parte integral de los Estados Financieros Intermedios condensados

Hoja N° 1 de un total de 16 hojas



Estado de Resultados y otros resultados integrales condensado por el trimestre terminado el 31 de marzo de 2016

(En Pesos Uruguayos)

	Mar-16	Mar-15
Ingresos Operativos		
Comisiones ganadas	648.466	473.700
Servicios prestados	-	260.000
	648.466	733.700
Costos de los Servicios Prestados	(172.009)	(76.367)
RESULTADO BRUTO	476.457	657.333
Gastos de Administración y Ventas		
Sueldos y cargas sociales	(207.640)	(206.698)
Honorarios profesionales y comisiones	(65.140)	(65.431)
Impuestos	-	(73.878)
Otros gastos	(101.122)	(98.487)
	(373.902)	(444.494)
Resultados Financieros		
Diferencia de cambio y cotización	73.311	(15.084)
	73.311	(15.084)
Impuesto a la renta	(11.610)	(10.350)
RESULTADO NETO	164.256	187.405
Otros resultados integrales	-	-
RESULTADO INTEGRAL DEL TRIMESTRE	164.256	187.405
Resultado atribuible a:		
Propietarios de la controladora	164.256	187.405
Participaciones no controladoras	-	-
Resultado del trimestre	164.256	187.405
Resultado integral atribuible a:		
Propietarios de la controladora	164.256	187.405
Participaciones no controladoras	-	-
Resultado integral del trimestre	164.256	187.405

Las notas 1 a 11 que se adjuntan forman parte integral de los Estados Financieros Intermedios condensados

Inicialado con fines de identificación

Montevideo, **29 ABR 2016**

Hoja N° 5 de un total de 16 hojas



Estado de Flujos de efectivo condensado por el trimestre terminado el 31 de marzo de 2016

(En Pesos Uruguayos)

	<u>Mar-16</u>	<u>Mar-15</u>
<i>Flujos de efectivo por actividades de operación</i>		
Resultado del período	164.256	187.405
Más partidas que no representan egresos (ingresos) de fondos:		
Amortizaciones	1.211	1.211
Diferencia de cambio en deudas financieras	423.616	378.550
Diferencia de cotización	(507.270)	(368.112)
Resultado después de ajustes	<u>81.813</u>	<u>199.054</u>
Disminución/(aumento) de créditos por ventas	(63.896)	(3.270)
Disminución/(aumento) de otros créditos	(296.069)	(633.142)
Aumento/(disminución) de deudas comerciales	3.098	498
Aumento/(disminución) de deudas diversas	578.697	93.561
Efectivo generado por/usado en operaciones	<u>221.830</u>	<u>(542.353)</u>
 <i>Flujos netos de efectivo por actividades de operación</i>	 <u>303.643</u>	 <u>(343.299)</u>
<i>Flujos de efectivo por actividades de inversión</i>		
-	-	-
<i>Flujos netos de efectivo por actividades de inversión</i>	-	-
<i>Flujo de efectivo por actividades de financiación</i>		
-	-	-
<i>Flujos netos de efectivo por actividades de financiación</i>	-	-
Aumento (disminución) neta de efectivo y equivalentes	303.643	(343.299)
Efectivo y equivalentes al inicio del período	851.401	852.952
Efectivo y equivalentes al final del período	<u>1.155.044</u>	<u>509.653</u>

Las notas 1 a 11 que se adjuntan forman parte integral de los Estados Financieros Intermedios condensados

Inicialado con fines de identificación

Montevideo, 29 ABR 2016

Hoja N° 6 de un total de 16 hojas



Estado de Cambios en el Patrimonio condensado por el trimestre terminado el 31 de marzo de 2016

(En Pesos Uruguayos)

	Capital	Aportes a Capitalizar	Reserva Legal	Resultados Acumulados	Total
Saldo al 01 de enero de 2015	11.297.723	-	41.484	(3.919.961)	7.419.246
Resultado del ejercicio	-	-	-	643.435	643.435
Total resultados integrales	-	-	-	643.435	643.435
Capitalizaciones	1.456.300	-	-	-	1.456.300
Saldo al 31 de diciembre de 2015	12.754.023	-	41.484	(3.276.526)	9.518.981
Resultado del período	-	-	-	164.256	164.256
Total resultados integrales	-	-	-	164.256	164.256
Saldo al 31 de marzo de 2016	12.754.023	-	41.484	(3.112.270)	9.683.237

Inicialado con fines de identificación

Montevideo, 29 ABR 2016

Hoja N° 7 de un total de 16 hojas

Las notas I a II que se adjuntan forman parte integral de los Estados Financieros Intermedios condensados



Cuadro de Propiedad, Planta y Equipos y Amortizaciones condensado por el trimestre terminado el 31 de marzo de 2016

(En Pesos Uruguayos)

	Costo			Amortizaciones		Valor neto Mar-16
	Saldos iniciales	Altas	Bajas	Saldos finales	Saldos iniciales		Saldos finales
Bienes de Uso						
Muebles y útiles	14.530	-	-	14.530	10.897	12.108
Total	14.530	-	-	14.530	10.897	12.108

Inicialado con fines de identificación
Montevideo, **29 ABR 2016**

Hoja N° 8 de un total de 16 hojas

Las notas 1 a 11 que se adjuntan forman parte integral de los Estados Financieros Intermedios condensados

Cuadro de Propiedad, Planta y Equipos y Amortizaciones por el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015

(En Pesos Uruguayos)

	Costo			Amortizaciones		Valor neto Dic-15
	Saldos iniciales	Altas	Bajas	Saldos finales	Saldos iniciales		Saldos finales
Bienes de Uso						
Muebles y útiles	14.530	-	-	14.530	6.054	10.897
Total	14.530	-	-	14.530	6.054	3.633
						10.897
						3.633

Inicialado con fines de identificación
Montevideo, **29 ABR 2016**

Hoja N° 9 de un total de 16 hojas

Las notas I a II que se adjuntan forman parte integral de los Estados Financieros Intermedios condensados

Notas a los estados financieros intermedios condensados al 31 de marzo de 2016

Nota 1 - Información básica sobre la Sociedad

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. ("la Sociedad") tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley N° 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley N° 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group HoldCo B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF, siendo, hasta el 25 de abril de 2014, su único accionista y controlador directo Equity Trust (Netherlands) B.V.. En dicha fecha, el directorio de la sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir un título accionario a favor de TMF Group B.V., pasando a ser este último el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. es un integrante de un grupo empresarial más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo.

Al 31 de marzo de 2016 la Sociedad administra un único fideicomiso de oferta pública denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este". El principal propósito del Fideicomiso es la adquisición de inmuebles rurales ubicados principalmente en los Departamentos de Cerro Largo y Treinta y Tres, en los cuales se forestará aproximadamente el 60% de los mismos con Eucalyptus Grandis para la producción de madera. Una vez realizada la tala de raza de los bosques se procederá a la venta de los inmuebles.

El ejercicio económico anual de la Sociedad finaliza el 31 de diciembre de cada año civil. Los presentes estados financieros corresponden al trimestre comprendido entre el 1° de enero y el 31 de marzo de 2016, a los efectos de dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 339 de la Recopilación de Normas de Control del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.



Nota 2 - Bases de preparación de los estados contables

2.1 Bases de preparación

Los presentes estados financieros intermedios condensados han sido preparados de acuerdo con la NIC 34 Información Financiera Intermedia. Determinadas notas son incluidas con el fin de explicar eventos y transacciones significativas para un entendimiento de los cambios en la situación financiera y los resultados de la Sociedad desde los últimos estados financieros anuales al 31 de diciembre de 2015. Los presentes estados financieros intermedios no incluyen toda la información requerida para los estados financieros anuales completos preparados de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF") y deberán leerse en conjunto con los estados financieros de la Sociedad al y por el año terminado el 31 de diciembre de 2015. Las políticas y métodos contables de cálculo utilizados en los estados financieros anuales por el ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de 2015 se han mantenido en los presentes estados financieros intermedios.

2.2 Fecha de aprobación de los estados financieros intermedios condensados

Los estados financieros intermedios condensados al 31 de marzo de 2016 han sido aprobados por la Gerencia el día 29 de abril de 2016.

2.3 Uso de estimaciones contables y juicios

La preparación de los estados financieros intermedios condensados requiere por parte de la Dirección de la Sociedad la aplicación de estimaciones contables relevantes y la realización de juicios y supuestos en el proceso de aplicación de las políticas contables que afectan a los importes de activos y pasivos registrados y los activos y pasivos contingentes revelados a la fecha de la emisión de los presentes estados financieros intermedios condensados, como así también los ingresos y gastos registrados en el período. Los resultados reales pueden diferir de las estimaciones realizadas.

A pesar de que las estimaciones realizadas por la Dirección de la Sociedad se han calculado en función de la mejor información disponible al 31 de marzo de 2016, es posible que acontecimientos que puedan tener lugar en el futuro obliguen a su modificación en los próximos ejercicios. El efecto en los estados financieros de las modificaciones que, en su caso, se derivasen de los ajustes a efectuar durante los próximos ejercicios, es reconocido en el ejercicio en que la estimación es modificada y en los ejercicios futuros afectados, o sea se registra en forma prospectiva.

En la preparación de estos estados financieros intermedios condensados, la gerencia de TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. realiza estimaciones para calcular a un momento determinado, el impuesto a la renta y las amortizaciones entre otras estimaciones.



Nota 3 - Principales políticas y prácticas contables aplicadas

3.1 Moneda extranjera

Las transacciones en moneda extranjera son convertidas a la cotización vigente a la fecha de la transacción. Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera son convertidos a Pesos Uruguayos a la cotización vigente a la fecha de los estados financieros. Las diferencias de cambio resultantes figuran presentadas en el Estado de Resultados y otros resultados integrales condensado.

El siguiente es el detalle de las cotizaciones de las monedas extranjeras operadas por TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A., al promedio y cierre de los estados financieros:

	Promedio		Cierre	
	Mar-16	Mar-15	Mar-16	Dic-15
Dólares Estadounidenses	31,5032	24,7500	31,7420	29,9480
Unidades Indexadas	3,2909	2,9980	3,3505	3,2426

3.2 Definición de fondos

Para la preparación del estado de flujo de efectivo condensado se definió fondos igual a efectivo y equivalentes de efectivo. La siguiente es la conciliación del importe de efectivo y equivalentes de efectivo del estado de situación financiera condensado y el estado de flujo de efectivo condensado:

	Mar-16	Dic-15
Efectivo y equivalentes de efectivo del estado de situación financiera		
Disponibilidades	1.155.044	851.401
Inversiones temporarias con vencimiento menor a tres meses	-	-
Menos:		
Sobregiros bancarios	-	-
Efectivo y equivalentes de efectivo del estado de flujo de efectivo	<u>1.155.044</u>	<u>851.401</u>

Nota 4 - Créditos por servicios

Las créditos por servicios corresponden en su totalidad al saldos a cobrar que mantiene la Sociedad en relación con su actividad fiduciaria.



Nota 5 - Otros créditos

El detalle de otros créditos es el siguiente:

	<u>Mar-16</u>	<u>Dic-15</u>
Corriente		
Partes relacionadas (Nota 10)	1.134.813	1.118.549
Créditos fiscales	379.550	97.210
Gastos a devengar	2.542	5.077
	<u>1.516.905</u>	<u>1.220.836</u>

Nota 6 – Otros activos financieros

El saldo de Otros activos financieros al 31 de marzo de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 corresponde a un depósito en garantía prendaria en Unidades Indexadas en el Banco Central del Uruguay por UI 4.701.296 en cumplimiento del artículo 104 de la Recopilación de Normas del área de Mercado de Calores del Banco Central del Uruguay.

Nota 7 - Deudas comerciales

Las deudas comerciales corresponden en su totalidad a proveedores plaza.

Nota 8 - Deudas diversas

El detalle de deudas diversas es el siguiente:

	<u>Mar-16</u>	<u>Dic-15</u>
Corriente		
Remuneraciones al personal y sus cargas sociales	104.746	94.489
Partes relacionadas (Nota 10)	8.920.974	8.291.327
Acreedores por cargas sociales	22.529	29.424
Acreedores fiscales	372.358	155.130
Otras deudas	251.077	99.001
	<u>9.671.684</u>	<u>8.669.371</u>

Inicialado con fines de identificación

Montevideo, 29 ABR 2016

Hoja Nº 13 de un total de 16 li

Nota 9 – Patrimonio

9.1 Aportes de los propietarios

Los aportes de propietarios de la Sociedad ascienden al 31 de marzo de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 a \$ 12.754.023.

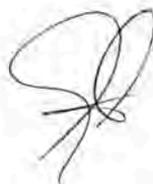
9.2 Reserva legal

La reserva legal es un fondo de reserva creado en cumplimiento del artículo 93 de la Ley 16.060 de sociedades comerciales, el cual dispone destinar no menos una por 5% de las utilidades netas que arroje el Estado de Resultados del ejercicio para la formación de la referida reserva, hasta alcanzar un 20% del capital integrado.

9.3 Requerimientos referidos al patrimonio

Las normas bancocentralistas exigen a los fiduciarios financieros el mantenimiento en forma permanente de un patrimonio no inferior a UI 2.500.000 (artículo 104 de la Recopilación de las Normas del Mercado de Valores).

Al 31 de marzo de 2016 el patrimonio asciende a \$ 9.683.237 y el equivalente a UI 2.500.000 es \$ 8.376.250 por lo que la Sociedad cumple con lo exigido por el Banco Central del Uruguay.



Nota 10 - Partes relacionadas

10.1 Saldos con partes relacionadas

Los saldos con partes relacionadas son los siguientes:

	<u>Mar-16</u>	<u>Dic-15</u>
Otros créditos		
TMF Trust Company (Uruguay) SA	1.134.813	1.118.549
	<u>1.134.813</u>	<u>1.118.549</u>
Deudas diversas		
TMF Treasury Limited	579.513	525.475
TMF Uruguay S.R.L.	961.446	809.452
TMF Group BV	7.380.015	6.956.400
	<u>8.920.974</u>	<u>8.291.327</u>

La deuda con TMF Group BV se originó por un préstamo de US\$ 282.500 recibido el 20 de noviembre de 2013, a efectos de que la Sociedad pueda realizar el depósito en garantía prendaria al Banco Central del Uruguay en Unidades Indexadas exigido por el artículo 104 de la Recopilación de Normas del área Mercado de Valores (ver Nota 6), por el fideicomiso "Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este".

Con fecha 30 de setiembre de 2015, la asamblea extraordinaria de accionistas resolvió capitalizar US\$ 50.000, equivalentes a \$ 1.456.300 de dicho pasivo.

La deuda al 31 de marzo de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 con TMF Group BV corresponde al saldo de US\$ 232.500 (equivalente a \$ 7.380.015 y \$ 6.956.400 respectivamente).

El crédito con TMF Trust Company (Uruguay) SA se debe a pagos por cuenta y orden de la referida empresa.

La deuda con TMF Uruguay SRL se debe a la facturación de servicios de contabilidad al Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este y a gastos realizados por cuenta y orden de la sociedad.

La deuda con TMF Treasury Limited se debe principalmente a la facturación de management fees realizada por TMF Group BV en la cual TMF Treasury Limited actúa como intermediaria.

Inicialado con fines de identificación

Montevideo, 29 ABR 2016

Hoja N° 15 de un total de 16 hojas

10.2 Transacciones con partes relacionadas

Las transacciones con partes relacionadas son las siguientes:

	<u>Mar-16</u>	<u>Mar-15</u>
Servicios recibidos		
TMF Group BV	90.577	89.580
TMF Uruguay S.R.L.	116.545	53.400
	<u>207.122</u>	<u>142.980</u>
Servicios prestados		
TMF Trust Company (Uruguay) S.A.	-	260.000
	<u>-</u>	<u>260.000</u>

El resto de las transacciones con vinculadas al 31 de marzo de 2016 y al 31 de marzo de 2015 se originan por pagos que éstas realizaron por cuenta de la Sociedad y/o viceversa.

Nota 11 - Impuesto a la renta

El impuesto a la renta se reconoce basado en la mejor estimación de la administración de la tasa esperada promedio ponderada de impuesto a las ganancias para el año completo aplicada al resultado antes de impuesto del período intermedio. Para el trimestre finalizado el 31 de marzo de 2016 y el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2015 no se ha devengado impuesto a la renta corriente (solo se devengó el impuesto a la renta mínimo), por haberse estimado pérdida fiscal.

El importe del activo por impuesto diferido reconocido en los Estados Financieros anuales al 31 de diciembre de 2015 por \$ 868.061 permanece incambiado al cierre de los presentes Estados Financieros intermedios condensados, debido a que no se han dado las circunstancias para su modificación.

Inicialado con fines de identificación

Montevideo, 29 ABR 2016

Hoja N° 16 de un total de 16 hojas



ANEXO XI
RESOLUCIÓN DEL ÓRGANO COMPETENTE DEL EMISOR Y FIDEICOMITENTE

Fe N° 120951

ESC. MARIA JIMENA LANZANI PINI - 15809/3

85

ACTA DE DIRECTORIO

A los 14 días del mes de marzo de 2016, se reúne el Directorio de TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. (en adelante la Sociedad"), con la asistencia de su Presidente Juan Pablo Fernández Ravier y su Vicepresidente, Florencia Regueiro. Asiste también el Síndico de la Sociedad, Cr. Martín Olivera.

De conformidad el Acta celebrada el día 25 del mes de noviembre de 2014, donde se resolvió por unanimidad la constitución de un fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas", los documentos constitutivos del Fideicomiso han sufrido determinadas modificaciones que conllevan a una modificación en los valores de la Emisión de los Certificados de Participación.

Por lo anterior, y de acuerdo lo establecido en el artículo 104 de la Recopilación de Normas de Mercado de Valores el Directorio por unanimidad resuelve:

1. Constituir un fideicomiso financiero de oferta pública para la emisión de certificados de participación, el cual se denominará "Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas", y que tendrá por objeto principal: (i) la emisión de los Certificados de Participación por un valor nominal total mínimo de la emisión de US\$ 30.000.000 (dólares estadounidenses treinta millones) y máximo de US\$ 50.000.000 (Dólares Estadounidenses cincuenta millones) y su suscripción e integración por parte de los Suscriptores Iniciales de los Certificados ("Emisión"), (ii) la implementación del Proyecto, y (iii) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Beneficiarios, (en adelante, el "Fideicomiso"). El rol que la Sociedad tendrá en dicho Fideicomiso será el de Fiduciario, quedando por tanto la Sociedad constituida en calidad de Fiduciario Financiero del Fideicomiso (sujeto al cumplimiento de los demás requisitos establecidos). En consecuencia, se resuelve lo siguiente: (a) la suscripción del "Contrato de Fideicomiso Financiero de Oferta Pública" y sus Anexos (el "Contrato de Fideicomiso"), y (b) la suscripción del contrato denominado "Contrato de Aparcería" que figura como uno de los Anexos al Contrato de Fideicomiso y por el cual se acuerda que la Sociedad celebra con la



ESC. MARIA JIMENA LANZANI PINI - 15809/3

86

Tomadora Bearing Agro S.A. (ésta última en su calidad de Aparcerero) con relación a la implementación del referido proyecto, asumiendo el Aparcerero la realización de su máximo esfuerzo para cumplir la implementación del Proyecto. Una copia de los documentos antes mencionados obra en Secretaría.

2. El patrimonio fiduciario estará constituido por los siguientes bienes y derechos:
- i) los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación;
 - ii) los Predios Productivos adquiridos y todas las mejoras existentes en los mismos o las que se incorporen en el futuro (incluyendo los Sistemas de Riego);
 - iii) los derechos y acciones derivados de la documentación contractual suscripta en el proceso de adquisición y enajenación de los Predios Productivos, cualquiera sea la modalidad contractual empleada (boletos de reserva, promesa de compraventa, compraventa definitiva);
 - iv) los importes obtenidos como consecuencia de la enajenación de los Predios Productivos;
 - v) la Retribución de los Contratos de Aparcería;
 - vi) los derechos y acciones derivados de todos los contratos que el Fiduciario suscriba por el Fideicomiso, sin que implique limitación los siguientes: Contrato de Agente de Pago, Contrato(s) de Aparcería, Contrato de Entidad Registrante, Contrato de Entidad Representante y Contrato(s) de Prenda de Granos y la(s) Garantía(s) de Integración;
 - vii) las Inversiones Permitidas y los frutos derivados de las mismas;
 - viii) las indemnizaciones a las que eventualmente tenga derecho el Patrimonio Fiduciario derivadas de relaciones contractuales o por daño extracontractual;
 - ix) los fondos existentes en las Cuentas Fiduciarias, sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso;
 - x) los derechos de cobro de las pólizas de seguro cedidos y endosados a favor del Fiduciario por el Fideicomiso, por el porcentaje del 23% conforme a lo previsto en la cláusula 8.6 del Contrato de Fideicomiso;
 - xi) cualquier otro bien o derecho derivado de los bienes y derechos referidos precedentemente.

Fe N° 120953

ESC. MARIA JIMENA LANZANI PINI - 1580913

87

3. Los principales Términos y Condiciones de la emisión y cotización de los Certificados de Participación a ser emitidos son los siguientes:

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas.
Fideicomitente:	Bearing Agro S.A.
Fiduciario:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Agente:	Bearing Agro S.A.
Aparcero:	Bearing Agro S.A.
Entidad Representante:	Bolsa de Valores de Montevideo
Agente de Pago:	Scotiabank Uruguay S.A.
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo
Valores a emitirse:	Certificados de Participación escriturales bajo la modalidad de oferta pública por hasta USD 50.000.000.
Monto máximo de emisión:	de USD 50.000.000.
Monto mínimo de emisión:	de USD 30.000.000.
Moneda:	Dólar transferencia
Objeto del Fideicomiso:	El objeto del Fideicomiso será la emisión de los Certificados de Participación a los efectos de obtener los recursos dinerarios necesarios para ejecutar el Plan de Negocios, el cual establece la estrategia comercial del proyecto.
Plan de Negocios:	Los fondos obtenidos como consecuencia de la colocación de los Certificados de Participación—neto de las deducciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso y la previsión de Gastos del Fideicomiso para los dos años inmediatos siguientes a la emisión de los Certificados de Participación— se invertirán en la adquisición de Predios Productivos, conforme al Protocolo de Selección de Campos, y en su caso, a las Inversiones Permitidas, así como en la financiación de la ejecución de las Inversiones en Riego. El Fideicomiso adquirirá los Predios Productivos, siguiendo el previo consejo del Agente. El Fideicomiso no realizará la explotación de los Predios Productivos sino que procurará generar una renta celebrando Contratos de Aparcería con el Aparcero. Dicha renta será la que derive de la contraprestación que tendrá el Fideicomiso en los Contratos de Aparcería consistente en el 23% (veintitrés por ciento) de la Producción Bruta que se obtenga. A fin de incrementar el valor y productividad de los Predios Productivos, se ejecutará en los mismos la Inversión en Riego con cargo a los fondos que integran el Patrimonio Fiduciario, lo cual permitirá dotar a tales inmuebles de los Sistemas de Riego. Al vencimiento del plazo del Fideicomiso, ya sea el plazo original o su prórroga, se procederá a realizar la



Fe N° 120954



ESC. MARIA JIMENA LANZANI PINI - 15809/3

88

inversión en los Predios Productivos para lo cual se procederá a enajenar los mismos. Lo anterior es sin perjuicio de los supuestos de extinción anticipada del Fideicomiso y de las resoluciones de Titulares disponiendo la Liquidación Parcial del Fideicomiso, en cuyo caso los Predios Productivos se enajenarán antes de dicha fecha.

Patrimonio Fiduciario:

Estará constituido por los siguientes bienes y derechos:

- i) los fondos recibidos producto de la colocación de los Certificados de Participación;
 - ii) los Predios Productivos adquiridos y todas las mejoras existentes en los mismos o las que se incorporen en el futuro (incluyendo los Sistemas de Riego);
 - iii) los derechos y acciones derivados de la documentación contractual suscripta en el proceso de adquisición y enajenación de los Predios Productivos, cualquiera sea la modalidad contractual empleada (boletos de reserva, promesa de compraventa, compraventa definitiva);
 - iv) los importes obtenidos como consecuencia de la enajenación de los Predios Productivos;
 - v) la Retribución de los Contratos de Aparcería;
 - vi) los derechos y acciones derivados de todos los contratos que el Fiduciario suscriba por el Fideicomiso, sin que implique limitación los siguientes: Contrato de Agente de Pago, Contrato(s) de Aparcería, Contrato de Entidad Registrante, Contrato de Entidad Representante, y Contrato(s) de Prenda de Granos y la(s) Garantía(s) de Integración;
 - vii) las Inversiones Permitidas y los frutos derivados de las mismas;
 - viii) las indemnizaciones a las que eventualmente tenga derecho el Patrimonio Fiduciario derivadas de relaciones contractuales o por daño extracontractual;
 - ix) los fondos existentes en las Cuentas Fiduciarias, sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula 8.4 del Contrato de Fideicomiso;
 - x) los derechos de cobro de las pólizas de seguro cedidos y endosados a favor del Fiduciario por el Fideicomiso, por el porcentaje del 23% conforme a lo previsto en la cláusula 8.6 del Contrato de Fideicomiso;
 - xi) cualquier otro bien o derecho derivado de los bienes y derechos referidos precedentemente.
- El Fideicomiso tendrá un plazo de 15 años contados desde la fecha de emisión de los Certificados de Participación correspondientes a la Primera Integración. Transcurrido dicho plazo, deberá iniciarse el proceso de liquidación del Patrimonio Fiduciario. Sin perjuicio de

Plazo del Fideicomiso:



ESC. MARIA JIMENA LANZANI PINI - 15809/3

Causales de extinción anticipada del Fideicomiso:	<p>lo anterior, el Fideicomiso podrá prorrogarse, por un plazo máximo de tres años, conforme se establece en el Contrato de Fideicomiso.</p> <p>El Fideicomiso se extinguirá en forma anticipada en cualquiera de los siguientes supuestos y siempre que ello sea resuelto por una Asamblea de Titulares por Mayoría Especial: i) en caso de denegarse al Fiduciario la autorización para ser titular del derecho de propiedad sobre los Predios Productivos y luego de que la denegatoria hubiera quedado firme, entendiéndose por tal que se haya agotado a su respecto la vía administrativa recursiva y la acción de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo; o ii) como consecuencia de cualquier disposición legal o reglamentaria o resolución de autoridades competentes que se dicten en el futuro que tuviera como efecto la imposibilidad absoluta de la implementación del Plan de Negocios de la forma prevista en el presente Contrato de Fideicomiso, y/o que impidieran al Fiduciario ser titular de inmuebles rurales, por cuenta del Fideicomiso o de derechos reales sobre Predios Productivos (en caso de ser un reglamento o resolución, la misma deberá ser firme, esto es, que a su respecto se haya agotado la vía administrativa recursiva y la acción de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo); o iii) en caso de vacancia del cargo de aparcerero conforme a lo previsto en la cláusula 8.12 del Contrato de Fideicomiso; o iv) en caso que la Mayoría Especial de Titulares resuelva la extinción del Fideicomiso, en el supuesto de insuficiencia patrimonial, conforme a lo previsto en los artículos 31 y 32 literal g) de la Ley de Fideicomiso y la cláusula 17.4 a) del Contrato de Fideicomiso.</p>
Retribución de los Contratos de Aparcería:	<p>El Aparcerero abonará en carácter de precio de los Contratos de Aparcería al Fideicomiso el 23% (veintitrés por ciento) de la Producción Bruta; encomendando el Fiduciario al Aparcerero las gestiones de comercialización de la misma, por su cuenta y orden.</p>
Garantía de los Pagos bajo los Contratos de Aparcería:	<p>En garantía del pago en tiempo y forma del precio de los Contratos de Aparcería, el Aparcerero gravará con prenda sin desplazamiento de primer grado a favor del Fiduciario, el 23% de los cultivos de granos a desarrollarse en los Predios Productivos, de las cosechas obtenidas en virtud de los cultivos referidos precedentemente y de las indemnizaciones que correspondan bajo los seguros contratados por el Aparcerero.</p>
Derechos que confieren los Certificados de Participación:	<p>Los Certificados de Participación confieren a sus titulares, los siguientes derechos:</p>

Handwritten marks and signatures at the bottom of the page.

Fe N° 120956

ESC. MARIA JIMENA LANZANI PINI - 15809/3

30

i) el derecho a percibir los Pagos Periódicos, es decir, el derecho a percibir en forma anual, en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos, el remanente de los ingresos derivados de la comercialización del 23% de la Producción Bruta, una vez deducidos de acuerdo al siguiente orden de prelación, los importes necesarios para: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso devengados que estuvieran pendientes de pago; b) recomponer la Cuenta de Gastos de acuerdo a la previsión de Gastos vigente para el año en curso; c) la constitución o recomposición de la Reserva Contingente, en caso de corresponder;

ii) en los supuestos de Liquidación Parcial, el derecho a percibir los Pagos por Liquidación Parcial, es decir, el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos en la proporción que corresponda a su participación en el total de Certificados de Participación emitidos, una vez deducidos los importes necesarios para cubrir lo siguiente de acuerdo al orden de prelación que se indica: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso devengados pendientes de pago que no pudieran ser atendidos con los fondos existentes en la Cuenta de Gastos; b) recomponer la Cuenta de Gastos en caso de corresponder, si los fondos existentes en la Cuenta de Gastos no fueran suficientes de acuerdo a la previsión de gastos vigente para el año en curso; c) la constitución o recomposición de la Reserva Contingente, en caso de corresponder.

iii) en los supuestos de Liquidación Total, el derecho a percibir los Pagos por Liquidación Total, es decir, la totalidad de los fondos líquidos que existan en el Patrimonio Fiduciario (incluyendo el remanente del Precio Neto de Venta de los Predios Productivos) que resulten de los estados contables a la fecha de liquidación del Fideicomiso en proporción a su participación en el total de Certificados de Participación; en ambos casos, una vez deducidos de acuerdo al siguiente orden de prelación, los importes necesarios para: a) cancelar la totalidad de los Gastos del Fideicomiso; b) constituir la Reserva Fija, conforme a lo previsto en la cláusula 19.2 del Contrato de Fideicomiso.

Fecha de Pago:

Los Pagos Periódicos serán abonados a los Titulares de los Certificados de Participación los 15 de abril y 15 de septiembre de cada año siempre que se hubieran cancelado los Gastos del Fideicomiso que estuvieran pendientes de pago, reconstituido la Cuenta de Gastos de acuerdo a la previsión de gastos vigente para el año en



curso y constituida o recompuesta la Reserva Contingente en caso de corresponder.

Los Pagos por Liquidación Parcial que correspondan como consecuencia de la Liquidación Parcial del Fideicomiso serán abonados a los Titulares dentro del plazo de treinta Días Hábles desde la recepción del precio de enajenación de los Predios Productivos.

Los Pagos por Liquidación Total que correspondan como consecuencia de la Liquidación Total del Fideicomiso serán abonados a los Titulares dentro del plazo de ciento veinte Días Hábles desde la culminación del proceso de liquidación conforme a lo previsto en la cláusula 9.1 (iii) y 19.3. del Contrato de Fideicomiso.

Gastos:

Serán a cargo y costo exclusivo del Fideicomiso todos los gastos, tributos y otros costos que se generen para el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso, los cuales se encuentran definidos en la cláusula Décimo Tercero del Contrato de Fideicomiso.

Sin otros asuntos que tratar, se levanta la sesión.

Juan Pablo Fernández Ranvier
Presidente

Florencia Regueiro
Vicepresidente

Martín Olivera
Síndico

ACTA DE DIRECTORIO DE BEARING AGRO S.A.

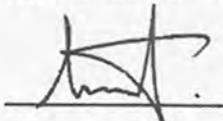
Con fecha catorce de marzo de 2016, siendo las 18:00 horas, se reúne el Directorio de Bearing Agro S.A. (en adelante, la "Sociedad") con la asistencia de sus miembros Michael Timothy Stewart en su calidad de Presidente, Carlos Enrique Garbino y Francisco Rodríguez Pitt en sus calidades de Directores.

Se pone en consideración del Directorio que respecto del proyecto de prospecto informativo fideicomiso financiero previamente analizado en la reunión del día 5 de diciembre de 2014, se han efectuado una serie de modificaciones a efectos de ajustarse a las observaciones realizadas por el Banco Central del Uruguay, así como algunos aspectos puntuales del negocio.

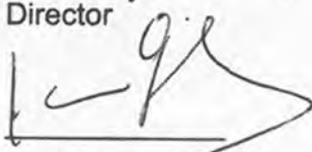
El Directorio analiza el nuevo proyecto de prospecto informativo, así como la documentación anexa al mismo para la constitución de un fideicomiso financiero cuyo fiduciario será TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. y que emitirá certificados de participación de oferta pública por hasta la suma de USD 50.000.000, y en ese marco resuelve por unanimidad:

- 1) Aprobar la suscripción del Contrato de Fideicomiso Financiero con TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por el cual se constituirá el Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas.
- 2) Aprobar la suscripción de los distintos documentos conexos al mismo.

No siendo para más, se levanta la sesión siendo las 19:00 horas.


Presidente


Director


Director

CONCUERDA BIEN Y FIELMENTE, la copia que antecede con el original de su mismo tenor de acta de Directorio de BEARING AGRO S.A., documento que tuve a la vista y con el cual he compulsado este testimonio. **EN FE DE ELLO**, a solicitud de parte interesada y para su presentación ante el Banco Central del Uruguay, expido el presente testimonio, que sello, signo y firmo en la ciudad de Montevideo, el quince de marzo de dos mil dieciséis.-

ARANCEL OFICIAL	
ARTICULO.....	9
MONEDARIO.....	\$ 422
MONT. NOT.....	\$ 65
PORRHO OFICIAL S.....	-

[Handwritten mark]

[Handwritten signature]

CARLOS IMHOF BELTRÁN
ESCRIBANO PÚBLICO



1) Aprobar la suscripción del Contrato de Fideicomiso Financiero con TMR Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por el cual se constituirá el Fideicomiso Financiero Tiras Ingresadas.

2) Aprobar la suscripción de los distintos documentos conexos al mismo.

No siendo para más, se levanta la sesión siendo las 19:00 horas.

[Handwritten signature]
Presidente

[Handwritten signature]
Director

[Handwritten signature]
Director